

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
PROGRAMA DE MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

FELIPE MAIA LYRIO

**ACORDO DE ACIONISTAS E QUALIDADE DAS INFORMAÇÕES
CONTÁBEIS: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO MERCADO BRASILEIRO**

VITÓRIA
2013

FELIPE MAIA LYRIO

**ACORDO DE ACIONISTAS E QUALIDADE DAS INFORMAÇÕES
CONTÁBEIS: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO MERCADO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Contabilidade na área de concentração em Contabilidade e Finanças.

Orientador: Prof Dr. Alfredo Sarlo Neto.

VITÓRIA

2013

FICHA CATALOGRÁFICA

FELIPE MAIA LYRIO

**ACORDO DE ACIONISTAS E QUALIDADE DAS INFORMAÇÕES
CONTÁBEIS: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO MERCADO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Contabilidade na área de concentração Contabilidade e Finanças.

Aprovada em 31 de julho de 2013

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof Dr. Alfredo Sarlo Neto
Universidade Federal do Espírito Santo
Orientador

Prof Dr. Jorge Vieira da Costa
Universidade Federal do Espírito Santo

Prof Dr. Annor da Silva Júnior
Universidade Federal do Espírito Santo

À minha família.

"Há homens que lutam um dia e são bons.
Há outros que lutam um ano e são
melhores.
Há os que lutam muitos anos e são muito
bons.
Porém, há os que lutam toda a vida.
Esses são os imprescindíveis."

Bertolt Brecht

RESUMO

O trabalho teve por objetivo verificar a influência da presença dos acordos de acionistas na qualidade das informações contábeis divulgadas pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA, do ano de 2001 a 2011. Para inferir a respeito da qualidade das informações contábeis foram utilizadas as métricas de informatividade e *value relevance*. Foram analisados em separado: os acordos de comando (utilizados para garantir o controle) dos acordos de defesa (utilizados para garantir o acesso a determinados direitos através do alcance de um percentual mínimo de capital votante). A amostra teve como critério de corte o mínimo de 0,001 de liquidez na BM&FBOVESPA. Foi utilizada regressão linear múltipla com dados em painel desequilibrado, tendo como variáveis de controle: concentração de votos, tamanho, endividamento, *market-to-book* e perdas. Com base nos efeitos cumprimento e monitoramento, com a utilização da metodologia proposta, o trabalho aponta que empresas com qualquer um dos tipos de acordo entre acionistas possuem maior qualidade das informações contábeis divulgadas.

Palavras-Chave: Qualidade das informações contábeis; Informatividade; *Value relevance*; efeito *enforcement*; efeito monitoramento.

ABSTRACT

The goal of the thesis is to assess the influence of shareholders' agreement in the quality of bookkeeping information released by the companies listed on BM&FBOVESPA, from 2001 to 2011. In order to infer about the quality of the bookkeeping information, informativeness metrics and value relevance were used. The command agreement (used to guarantee the control) of the defense agreements (used to guarantee the access to certain rights by reaching a minimal percentage of voting capital). The sample had as cutting criterion the minimum of 0.001 liquidity in BM&FBOVESPA. The multiple linear regression with unbalanced panel data was used, having as control variables: concentration of votes, size, debt incurring, market-to-book and losses. Based on achievement and monitoring effects, using the methodology proposed, the study shows that companies with any kind of agreements among shareholders have more quality of the released bookkeeping profits.

Keywords: Accounting earnings quality; Informativeness; Value relevance; enforcement effect; monitoring effect.

LISTA DE QUADROS

| | | |
|-----------|---|----|
| QUADRO 1: | Aspectos relativos a informatividade dos lucros | 20 |
| QUADRO 2: | Especificação dos modelos | 48 |
| QUADRO 3: | Teste para escolha das abordagens estatísticas | 48 |
| QUADRO 4: | Resumo dos resultados | 57 |

LISTA DE TABELAS

| | | |
|-----------|--|----|
| TABELA 1: | Tipos de acordos distribuídos por ano | 41 |
| TABELA 2: | Tipos de acordos distribuídos por setor de atuação | 42 |
| TABELA 3: | Informatividade: estatística descritiva | 50 |
| TABELA 4: | Informatividade: correlação entre as variáveis | 50 |
| TABELA 5: | Informatividade: resultados das regressões | 51 |
| TABELA 6: | <i>Value relevance</i> : estatística descritiva | 53 |
| TABELA 7: | <i>Value relevance</i> : correlação entre as variáveis | 54 |
| TABELA 8: | <i>Value relevance</i> : resultados das regressões | 55 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

| | |
|-------------|---|
| BM&FBOVESPA | Bolsa de mercadorias & futuro e Bolsa de valores de São Paulo |
| CVM | Comissão de Valores Mobiliários |
| IBOVESPA | Índice da bolsa de valores de São Paulo |
| MAAC | Modelo de acordo entre acionistas de comando |
| MAAD | Modelo de acordo entre acionistas de defesa |
| MAAT | Modelo de acordo entre acionistas total |

SUMÁRIO

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | INTRODUÇÃO | 12 |
| 1.1 | Contextualização | 12 |
| 1.2 | Problema de pesquisa | 15 |
| 1.3 | Hipóteses | 16 |
| 1.4 | Objetivos geral e específicos | 16 |
| 1.5 | Relevância da pesquisa | 17 |
| 1.6 | Organização do trabalho | 18 |
| 2 | PLATAFORMA TEÓRICA | 20 |
| 2.1 | Qualidade das informações contábeis | 20 |
| 2.2 | O acordo entre acionistas | 23 |
| 2.3 | Conflito de agência | 28 |
| 2.4 | Efeitos relacionados à estrutura de propriedade | 29 |
| 2.4.1 | <i>Efeito entrincheiramento</i> | <i>30</i> |
| 2.4.2 | <i>Efeito alinhamento</i> | <i>31</i> |
| 2.4.3 | <i>Efeito cumprimento (enforcement)</i> | <i>32</i> |
| 2.4.4 | <i>Efeito monitoramento</i> | <i>33</i> |
| 2.5 | Acordo de acionistas e a qualidade da informação contábil ... | 34 |
| 2.5.1 | <i>Acordo de acionista e o aumento na qualidade das informações contábeis</i> | <i>35</i> |
| 2.5.2 | <i>Acordo de acionistas e os efeitos negativos sobre a qualidade das informações contábeis</i> | <i>37</i> |
| 3 | METODOLOGIA | 40 |
| 3.1 | Seleção da amostra e tratamento dos dados | 41 |
| 3.2 | Variáveis dependente e independentes | 43 |
| 3.2.1 | <i>Informatividade</i> | <i>43</i> |
| 3.2.2 | <i>Value relevance</i> | <i>44</i> |
| 3.2.3 | <i>Acordo de acionistas</i> | <i>45</i> |
| 3.2.4 | <i>Variáveis de controle</i> | <i>45</i> |
| 3.3 | Modelos utilizados | 47 |
| 4 | RESULTADOS | 50 |
| 4.1 | Resultados do modelo de Informatividade | 50 |
| 4.2 | Resultados do modelo de relevância das informações contábeis | 53 |
| 5 | CONCLUSÃO | 57 |
| | REFERÊNCIAS | 59 |

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

É possível afirmar que uma informação é economicamente importante quando a sua divulgação é capaz de modificar a percepção do mercado. Dessa forma, quando as informações contábeis divulgadas são capazes de promover uma alteração no comportamento de seus usuários externos, diz-se que há relevância das informações contábeis.

A ideia de relevância da contabilidade está diretamente ligada à sua capacidade informacional, que significa seu potencial de transmitir informações que influenciam as expectativas de seus usuários. Na atividade prática da pesquisa em contabilidade, a capacidade informacional é substituída pelo termo informatividade (SARLO NETO, p. 9, 2009).

Um conjunto de pesquisas encontrou evidências em diferentes níveis da relação existente entre lucro contábil e retorno das ações. Trabalhos da literatura nacional (SARLO NETO, 2009; SARLO NETO, BASSI e ALMEIDA, 2011; LYRIO et al., 2011; BRUGNI, et al., 2011) e internacional (BALL e BROWN, 1968; FREEMAN, 1987; DHALIWAL, LEE e FARGHER, 1991; LA PORTA, SILANEZ e SHLEIFER, 1999; FAN e WONG, 2002; WANG, 2006; SÁNCHEZ, ALEMÁN e MARTÍN, 2009; SARIKHANI e EBRAHIMI 2009) demonstram evidências de que diferentes características das empresas refletem em distintos níveis na informatividade dos lucros contábeis divulgados.

Evidências empíricas demonstraram que a qualidade dos lucros contábeis divulgados é influenciada por diversos fatores, como tamanho da empresa, endividamento, oportunidades de investimento, a concentração de votos, a participação acionária dos administradores, a participação de famílias na estrutura de propriedade entre outros.

Silveira (2002) aponta a concentração de controle (poucos acionistas com grandes poder político) e a possibilidade de emissão de ações sem direito a voto como características de estrutura de propriedade das empresas atuantes no mercado

brasileiro. Assim, no mercado acionário brasileiro, é possível a emissão de ações com direitos distintos, uma com direito a voto (ação ordinária) e a outra com preferência na distribuição de dividendos (ação preferencial). Segundo Sarlo Neto (2009) essas duas características concorrem para a formação do tipo de conflito de agência existente em empresas brasileiras:

A presença destes dois mecanismos, a alta concentração de votos e a divergência entre direitos das ações, contribui na formação do tipo de conflito de agência existente nas empresas brasileiras. Ao invés de o conflito existir entre os interesses dos administradores e dos acionistas, tal como observado nos mercados mais desenvolvidos – o americano e o inglês – o conflito de agência nas empresas brasileiras passa a emergir sobre os diferentes interesses dos acionistas majoritários (controladores) e dos minoritários. (SARLO NETO, p. 11-12, 2009)

Tais aspectos da estrutura de propriedade e suas relações com a informatividade dos lucros contábeis foram pesquisados por Sarlo Neto (2009). Um de seus principais achados evidencia que capacidade informacional dos lucros contábeis divulgados é negativamente relacionada com a concentração de votos, sugerindo que

o aumento da concentração de votos altera a percepção dos investidores em relação ao lucro contábil divulgado. Parece que o aumento da concentração de votos em poder do maior acionista controlador das empresas negociadas na Bovespa leva à redução da credibilidade das informações divulgadas, provocando a redução da informatividade dos lucros contábeis (SARLO NETO, p. 136, 2009).

A relação entre a presença de grandes acionistas e a informatividade dos lucros contábeis foi estudada por Méndez (2009) no mercado acionário espanhol. Entre seus achados, o autor evidenciou relação negativa entre grandes acionistas e informatividade dos lucros contábeis.

Boubaker e Sami (2011) pesquisaram, entre outros aspectos, a contestabilidade de controle em empresas francesas de capital aberto, apontando que quando o maior acionista controlador depende de outros acionistas para alcançar mais que 50% de capital votante, o efeito monitoramento produz um lucro contábil mais informativo.

Além da concentração de votos, da presença de outros grandes acionistas e do compartilhamento de controle, outro aspecto importante da estrutura de propriedade que pode ser analisado é a existência da peça jurídica denominada “acordo de acionistas”.

Tal instrumento jurídico ajuda a compor os interesses sociais possuindo como objetos típicos a compra e venda de ações, a preferência para adquiri-las, o exercício do direito a voto e o do poder de controle. É possível afirmar que os acordos de acionistas são peças importantes na composição do interesse social devido à possibilidade de ampliação dos acessos dos acionistas minoritários aos rumos da administração e/ou no comando das companhias.

Ao disciplinar, por exemplo, o exercício do direito de voto, o acordo de acionistas se apresenta como uma ferramenta eficaz para que os acionistas minoritários exerçam algumas prerrogativas que a norma estabelece, mas que demandam a detenção de percentual mínimo de ações (RODRIGUES, 2009; CRUZ, 2009).

Nesse caso, o acordo de acionistas servirá como instrumento de aglutinação dessa minoria, com a finalidade de dar organização jurídica àqueles acionistas, não detentores do controle da companhia, que pretendem fazer prevalecer seus interesses diante do grupo controlador. Da mesma forma, o instrumento pode ser utilizado para união de um grupo de acionistas para formar a maioria do capital social necessária para o controle da companhia (RODRIGUES, 2009; CRUZ, 2009).

Por outro lado, ao disciplinar a circulação de ações, o acordo poderá impor limites à compra e venda das ações. Tal limite é imposto por meio de cláusulas, regrando o exercício do direito de preferência ou opção e compra de ações em favor dos signatários. As referidas cláusulas podem ser utilizadas com a finalidade de se evitar a diluição do bloco de controle da companhia, ou para evitar que haja concentração das ações nas mãos de uma só pessoa, que passaria, isoladamente, a determinar os rumos da sociedade. Além disso, tais cláusulas podem ser utilizadas para evitar o ingresso de terceiros indesejáveis na companhia, no intuito de manter a estabilidade quanto aos seus componentes.

Uma importante evidência recente é relatada por Gorga (2008) a respeito dos acordos realizados entre acionistas. Em sua pesquisa, a autora afirma que a dependência de tais instrumentos jurídicos para a coordenação do controle é crescente nas empresas listadas nos segmentos especiais da BM&FBOVESPA.

1.2 Problema de Pesquisa

Tendo em vista a relevância de pesquisas que envolvem estrutura de propriedade e a contabilidade para usuários externos, tem-se o seguinte problema de pesquisa:

Qual é a influência do acordo entre acionistas na qualidade das informações contábeis divulgadas pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA?

É importante ressaltar que as métricas escolhidas para a realização de ponderações a respeito da influência dos acordos de acionistas e a qualidade das informações contábeis foram: informatividade dos lucros contábeis e *value relevance* – ou relevância da informação contábil – o que torna possível especificar a problemática apresentada:

a) Qual é a influência do acordo entre acionistas na informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA?

b) Qual é a influência do acordo entre acionistas para relevância informacional do lucro contábil e do patrimônio líquido das empresas listadas na BM&FBOVESPA?

Dessa forma, a informatividade assume o entendimento de que o lucro divulgado seja a principal métrica contábil para a avaliação de desempenho das empresas, e dessa forma, o estudo aqui proposto concentra-se na análise da relação entre sua variação e as reações observadas no mercado, sem considerar outras informações geradas e apresentadas pela contabilidade. Já o *value relevance* busca explicar o preço das ações a partir dos valores do patrimônio líquido e do lucro líquido contábil, sendo que quanto maior o poder explicativo, maior a qualidade da informação.

1.3 Hipóteses

O ambiente empresarial onde a concentração de voto é maior propicia o efeito entrenchamento: os principais indiretamente determinam que as demonstrações contábeis não devem permitir o monitoramento de sua gestão, ou os acionistas não confiam nas informações contábeis divulgadas, por achar que sua elaboração possui somente o sentido atender aos propósitos dos principais.

Tendo em vista que a estrutura legal possui mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, e que, o acordo entre acionistas pode ser utilizado neste sentido, tem-se como hipótese central que o acordo de acionistas influencia positivamente a qualidade das informações contábeis, sendo desmembrada da seguinte forma:

H0: O acordo entre acionistas influencia positivamente a informatividade dos lucros contábeis divulgados;

H1: O acordo entre acionistas influencia positivamente relevância da informação contábil para a explicação do preço das ações.

Estas hipóteses estão alinhadas com a descrição realizada sobre o efeito monitoramento advindo do compartilhamento de controle delineada no trabalho de Boubaker e Sami (2011). Todavia, cabe ressaltar que o presente trabalho observa o compartilhamento de controle a partir da existência de uma ferramenta jurídica: o acordo entre acionistas, que possui características próprias as quais serão analisadas e relacionadas com os efeitos esperados sobre a qualidade dos lucros contábeis.

1.4 Objetivo geral e objetivos específicos

Levando em consideração a problemática apresentada, tem-se que o objetivo geral da pesquisa é verificar a influência dos acordos de acionistas na qualidade das informações contábeis divulgadas pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Vale ressaltar que vários são os aspectos que influenciam na qualidade dos lucros. Dessa forma, para que seja analisada a questão dos acordos de acionistas, variáveis utilizadas em outras pesquisas nacionais e internacionais farão parte do escopo deste trabalho, tanto para o desenvolvimento das análises que cercam a questão central do estudo, quanto para complementar os estudos da literatura nacional sobre tais aspectos. Os objetivos específicos são:

- a) Caracterizar os acordos de acionistas;
- b) Verificar a influência dos acordos de acionistas sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados;
- c) Verificar a influência dos acordos de acionistas sobre a relevância informacional do lucro e do patrimônio líquido;

Cabe ressaltar que os objetivos relatados nos tópicos “b” e “c” serão trabalhados em três grupos, tipificados conforme a classificação quanto à quantidade de capital votante: i) acordos de comando, ii) acordos de defesa, iii) acordo de comando e/ou de defesa.

Tendo em vista que a concentração de votos é uma das características da estrutura de propriedade das empresas brasileiras, a influência dos acordos sobre as variáveis dependentes será analisada tanto a partir da possível relação direta entre o acordo entre acionistas e a variável que representa a informação contábil, quanto de uma possível relação indireta, em que, o acordo entre acionistas influencia o lucro líquido através de efeitos sobre a concentração de votos em posse do maior acionista controlador.

1.5 Relevância da pesquisa

Desta forma, a pesquisa demonstra-se relevante em seu problema, por contemplar uma característica da estrutura de propriedade ainda pouco estudada, o acordo de acionistas.

Contribui ainda para as pesquisas nacionais a respeito da qualidade dos lucros contábeis e a sua relação com estrutura de propriedade, podendo assim auxiliar em pesquisas internacionais, como em países com características semelhantes.

Os achados podem contribuir também na formação de opinião dos possíveis usuários das informações contábeis, analistas, investidores, credores e outros pesquisadores.

Ademais, por se tratar da análise de uma peça jurídica e de sua relação com os números divulgados pela contabilidade, espera-se que os resultados alcançados possam ser úteis na elaboração de leis ou normas que interfiram tanto na prática contábil quanto na elaboração ou validação dos acordos celebrados entre os acionistas, bem como nas diretrizes gerais do que se entende por governança corporativa.

1.6 Organização do trabalho

O trabalho foi organizado em cinco capítulos:

A contextualização, o problema de pesquisa, as possíveis respostas ao problema, os objetivos gerais e específicos e a relevância da pesquisa são delineados no primeiro capítulo.

Na plataforma teórica (capítulo 2), a preocupação inicial foi o levantamento de estudos relacionados à qualidade dos lucros contábeis e à caracterização da peça jurídica estudada, o acordo de acionistas. Logo então, foram delineados os já conhecidos efeitos da estrutura de propriedade sobre a qualidade dos lucros contábeis. Para a finalização do capítulo, buscou-se relacionar as características dos acordos com os possíveis efeitos que tal peça jurídica pode causar sobre a qualidade dos lucros contábeis, dando um maior embasamento às hipóteses levantadas.

A metodologia utilizada nesta pesquisa é tratada no capítulo 3 (três), compreendendo os conteúdos relacionados à: caracterização da pesquisa, à

seleção da amostra e tratamento dos dados, à especificação do modelo e das variáveis utilizadas, e aos resultados esperados.

No capítulo 4 (quatro), intitulado “Resultados Encontrados”, são apresentados e discutidos os resultados provenientes da aplicação dos modelos empregados nesta pesquisa.

O capítulo 5 (cinco) trata das conclusões desta pesquisa, considerando as evidências encontradas, as limitações deste trabalho e as sugestões de pesquisas futuras.

2 PLATAFORMA TEÓRICA

2.1 Qualidade das informações contábeis

Ao demonstrar empiricamente que o lucro líquido contábil possui conteúdo informativo para explicar o retorno das ações, Ball e Brown (1968) evidenciaram a relevância da métrica contábil para o mercado de capitais, contrapondo o fato de que o lucro líquido contábil é constituído em bases heterogêneas, e por isso, seria uma figura sem sentido.

Ball e Brown (1968) constataram que as demonstrações contábeis apresentam informações de possível utilização por parte do investidor, e que o conteúdo informacional do lucro líquido é percebido antes da publicação de tais relatórios.

No mesmo ano, Beaver (1968) demonstrou a relevância da contabilidade para o mercado de capitais, observando a variância dos retornos anormais na data de divulgação das informações contábeis no mercado norte-americano. Os resultados deste estudo evidenciaram que o lucro contábil possui conteúdo informacional no momento de sua divulgação.

Desde então, vários aspectos do poder informativo dos lucros contábeis foram estudados. Alguns importantes achados encontram-se resumidos no quadro abaixo:

| Autores | Pesquisa realizada |
|--|--|
| Watts and Zimmerman (1986); Sweeney (1994); Dhaliwal <i>et al.</i> (1991). Smith and Watts (1992) | Buscaram identificar os efeitos do endividamento na informatividade dos lucros contábeis. Entre os achados, foi encontrado que empresas com alto nível de endividamento possuem fraca relação entre lucro e retorno |
| Collins and Kothari, (1989) | Estudaram a relação entre as oportunidades de investimentos (<i>Market-to-book ratio</i>) com a informatividade do lucro contábil, encontrando que, quanto maior o a oportunidade de investimento, maior a informatividade |
| Atiase (1985); Freeman (1987) Collins <i>et al.</i> (1987) | Identificaram efeitos do tamanho da empresa sobre a relação entre lucro e retorno |
| Ball <i>et al.</i> , (2000, 1999); Ali and Hwang, (2000); Petra (2007) | Governança corporativa, sistemas jurídicos e financeiros também ajudam a explicar a relação entre lucro e retorno anormal. |
| Fan e Wang (2002); Mendez (2009); Warfield <i>et al.</i> (1995); Vafeas (2000); Gabrielsen <i>et al.</i> (2002); Yeo <i>et al.</i> (2002); Firth <i>et al.</i> (2007) Sánchez-Ballesta and García-Meca (2007) Zhao and Millet-Reyes (2007) | Características da estrutura de propriedade estão relacionadas com informatividade dos lucros. Os achados demonstram que a concentração de votos e a divergência entre direitos são negativamente correlacionados com a informatividade dos lucros contábeis |

| | |
|-----------------------------|--|
| Sarikhani e Ebrahimi (2011) | |
|-----------------------------|--|

QUADRO 1 - Aspectos relativos a informatividade dos lucros contábeis

Fonte: Elaboração baseada em Méndez (2009), Fan e Wong (2002) e Sarikhani e Ebrahimi (2011)

Bertin e Iturriaga (2008) pesquisaram a influência de grandes acionistas no gerenciamento de resultados em empresas familiares europeias, encontrando que a qualidade dos lucros contábeis melhora quando membros da família precisam de consenso com outros acionistas de referência (controle compartilhado).

Com uma amostra de 402 empresas francesas de capital aberto no período de 2003 à 2007, Boubaker e Sami (2011) pesquisaram a influência de grandes acionistas na informatividade dos lucros. Entre seus achados, destacam-se: i) a informatividade dos lucros é positivamente correlacionada com os direitos de fluxo de caixa finais – condizente com o efeito alinhamento; ii) existência de correlação negativa quando há excesso de votos, indicando efeito entrincheiramento; iii) A contestabilidade de controle reduz os problemas de assimetria, produzindo ganhos de informatividade.

Ao pesquisar o mercado acionário espanhol, Méndez (2009) encontrou evidências de que quando uma instituição bancária participa da estrutura de propriedade de uma empresa ela diminui os riscos de comportamentos oportunistas, aumentando a informatividade dos lucros contábeis. Méndez (2009) pesquisou ainda os efeitos da presença de grandes acionistas na estrutura de controle das empresas sobre a informatividade dos lucros, encontrando que grandes acionistas possuem incentivos para a expropriação dos minoritários.

Analisando a relação das características da estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros em empresas coreanas, Jung e Kwon (2002) concluíram que: i) os lucros são mais informativos com os aumentos nas participações dos acionistas controladores; ii) aumento das participações de instituições e dos *blockholders* (acionistas que possuem mais que 5% de ações ordinárias) sinalizam para uma maior informatividade dos lucros, apoiando a perspectiva do papel de monitoramento ativo; iii) evidências de efeito entrincheiramento para firmas participantes de um grupamento de empresas característico da Coreia (chamado de Chaebol).

Gomes e Novaes (2006) investigaram se o monitoramento relativo à participação de grandes acionistas como controladores beneficia os minoritários, ou o controle compartilhado favorece o interesse dos grandes acionistas. Em seus achados, encontraram que, em países com fraca proteção aos acionistas minoritários, a existência de controle compartilhado aumenta a eficiência em empresas com projetos de difícil avaliação para *outsiders* e quando as necessidades de financiamentos são grandes. Já em empresas cujas oportunidades de investimentos são de difícil avaliação para *insiders*, o compartilhamento de controle cria problemas de negociação que agravam o risco de paralisia corporativa. Neste caso, o acompanhamento por parte de um grande investidor emerge como um meio mais eficaz de proteção aos acionistas minoritários.

Thomsen, Pedersen e Kvist (2005) analisaram a relação entre a propriedade dos *blockholders* (acionistas que possuem mais que 5% de ações ordinárias) e o valor das maiores empresas da União Europeia e dos Estados Unidos. Na análise de estudos anteriores nos EUA, observaram que a participação de *blockholders* não possuía efeito sistemático sobre o valor da firma, entretanto, dado que na Europa a concentração de propriedade é mais elevada e o nível de proteção dos minoritários é menor, tais blocos poderiam ter interesses que não o de produzir valor para os acionistas restantes. Ao encontrar associação negativa na relação entre *blockholders* e valor da firma (e também na relação entre bloco e retornos contábeis do período seguinte), evidenciaram conflitos de interesses entre *blockholders* e acionistas minoritários, independentemente da participação ou não no controle das firmas.

Maury e Pajuste (2005) analisaram os efeitos de vários grandes acionistas no valor da firma no mercado acionário finlandês. Entre suas conclusões, destacam-se: o valor da empresa é significativamente afetado pela identidade dos grandes acionistas; famílias controladoras são mais propensas a extrair benefícios privados quando não são monitorados por outros grandes acionistas; uma distribuição equitativa de direitos de votos entre os grandes acionistas tem um efeito positivo no valor da empresa.

Silva (2010) analisou o controle societário nas companhias com investimento de fundos de *Private Equity / Venture Capital* que realizaram oferta pública de ações na

BM&FBOVESPA entre os anos de 2004 e 2008, encontrando que em 71% das empresas que não possuíam controlador definido, a presença do acordo entre acionistas foi determinante para garantir o percentual mínimo de controle (mais de 50% de ações ordinárias), servindo como uma alternativa à participação majoritária para obtenção de controle e constituindo-se no principal mecanismo de coordenação do controle compartilhado.

Velury e Jenkins (2006) analisaram se o monitoramento por parte de investidores institucionais afeta a qualidade dos lucros reportados. A relação positiva encontrada indica que a propriedade institucional aumenta a qualidade dos lucros.

No compartilhamento de controle citado nos trabalhos anteriores pode ou não haver um instrumento legal que coordene os interesses dos acionistas controladores. Entretanto, a presente pesquisa se propõe a estudar o instrumento jurídico intitulado “acordo entre acionistas” que possui características próprias e que pode ou não ser determinante para formação de um bloco controlador.

2.2 O acordo de acionistas

O tema ‘acordo de acionistas’ tem seu fundamento na Lei das Sociedades Anônimas de 1976 em seu art. 118, em redação alterada pela Lei 10.303 de 2001, e versa sobre “compra e venda de ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle” (BRASIL. Lei 6.404, de 17 de dezembro de 1976). Sendo assim, trata-se de uma peça jurídica para compor os interesses individuais dos acionistas participantes.

No âmbito jurídico, trata-se de um contrato, pois em seu conteúdo, duas ou mais partes manifestam um consentimento com vistas a um resultado comum. Sendo assim, seu alcance é disciplinado na Lei das Sociedades por Ações, mas segue o ordenamento jurídico civil.

Embora sua existência dependa de um contrato social, o acordo de acionistas é considerado uma peça jurídica do tipo “parassocial” por existir paralelamente ao

contrato social, versando sobre interesses dos sócios (SARLO NETO, ALMEIDA e RODRIGUES, p. 11, 2010).

Sacramone (2007) afirma que tais instrumentos chegam a interferir juridicamente nos atos emanados por parte do administrador:

As alterações do *caput* e §§ 8º e 9º do art. 118 atribuíram ao acordo a capacidade de interferir expressamente no funcionamento da atividade corporativa, vinculando inclusive a atuação dos administradores aos termos do acordo e, assim, o próprio desenvolvimento da atividade corporativa (SACRAMONE, 2006).

O contrato firmado entre acionistas e administradores é incompleto e plurilateral, dada a complexidade e quantidade de possibilidades com as quais o agente (administrador) deverá ser capaz de lidar. Entretanto, entende-se que sua função é a de maximizar a utilidade do bem social. Conforme o artigo 154 da lei das sociedades por ações, os atos emanados da administração devem necessariamente atender aos interesses da sociedade como um todo:

Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres (BRASIL. Lei 6.404, de 17 de dezembro de 1976)

Dessa forma, tais acordos podem conter a expressão das vontades dos acionistas controladores em relação à gestão, que, segundo a lei, não poderia ser diferente do interesse social.

Cabe ressaltar que o tratamento de matérias diferentes daquelas discriminadas na lei societária não invalida o acordo, desde que respeitados os interesses da companhia e os requisitos de validade dos contratos jurídicos, entretanto, só haverá eficácia entre os participantes do acordo (RODRIGUES, p. 36, 2009).

Aparte as relações jurídicas colocadas em questão, não se pode negar que o administrador não se oporá aos interesses de quem o conduziu ao cargo: o acionista

controlador. Ou ainda, o exercício do controle sobre a firma perpassa pela capacidade de os acionistas controladores influenciarem as decisões dos administradores. Assim, a interferência de tais instrumentos jurídicos no processo decisório da empresa representa o exercício dos direitos inerentes aos acionistas controladores, dadas a proporcionalidade de suas participações.

Na medida em que o interesse social apresenta-se como um dado elástico, não objetivo, a conformar tanto o escopo-meio como o escopo-final, devendo ser concretizado conforme a realidade fática presente à época da decisão, aos acionistas seria possível, dentro da amplitude do conceito de interesse social, especificá-lo, indicando aos administradores qual a melhor decisão diante do caso concreto (SACRAMONE, 2007).

Cabe ainda salientar um aspecto jurídico importante relacionado à efetividade da vinculação de atos administrativos aos acordos: caso o ato vinculado em acordo seja contrário ao interesse social, deve prevalecer o interesse social, verificando-se, assim, perda da eficácia do acordo. Sobre este assunto, Cruz (p. 97, 2009) argumenta:

A vinculação de administradores não pode ser vista como retrocesso ou norma contrária aos ditames do que se entenda por governança corporativa, eis que retrata realidade consolidada na prática comercial: na grande maioria das companhias existe a figura do acionista controlador, ou do bloco de controle, que deve possuir estreita ingerência na gestão da empresa.

Em oposição, Gorga (2008) afirma que a independência dos conselhos de administração – critério de boa prática de governança corporativa – pode ficar comprometida, visto que os votos discordantes ao acordo firmado não deverão ser considerados.

Quanto ao objeto, os acordos de acionistas podem ser tipicamente classificados em dois grandes grupos: os acordos de voto, e os acordos de bloqueio.

O primeiro tem como característica básica regulamentar como os integrantes do acordo exercerão seu direito de voto, sendo definida a conduta em reunião dos contratantes antes da participação em assembleia (RODRIGUES, 2009). Cruz (2009) afirma que os acordos de voto trazem duas condutas básicas a seus

contraentes: “revelam a submissão dos convenientes à obrigação comum de não apenas participar das reuniões prévias como de não proferir o seu voto, no âmbito da companhia, em desacordo com o aprovado pela maioria dos signatários” (CRUZ, p. 20-21, 2009).

Os acordos de voto devem observar a prerrogativa do interesse social ante as decisões que privilegiem um grupo de acionistas, sob pena de perda da validade jurídica (RODRIGUES, p. 39, 2009; SACRAMONE, 2007; BRASIL. Lei 6.404, de 17 de dezembro de 1976).

Em se tratando de exercício de direito de voto, os signatários de tais contratos poderiam conseguir (ou fortalecer) a maioria nas decisões assembleares, o que lhes garantiria o controle da companhia. Sendo assim, os chamados “acordos de controle” (ou de comando) são aqueles que garantem o controle da companhia por parte dos signatários, o que não seria possível individualmente sem tal artefato jurídico (CRUZ, 2009).

Os acionistas minoritários também podem celebrar um “acordo de voto” com vistas a garantir um percentual mínimo que lhes assegure determinados direitos. Os contratos realizados por acionistas não controladores com essa finalidade são chamados de “acordo de defesa” (RODRIGUES, 2009).

Alguns dos direitos possíveis de serem assegurados através da constituição de acordos de defesa são: acesso judicial aos livros da companhia; convocação de assembleia geral; recebimento de cópia dos documentos da administração como demonstrações contábeis, parecer do conselho fiscal e da auditoria e relatório da administração; acesso a informações importantes como valores mobiliários emitidos pela companhia e às condições dos contratos de trabalhos que tenham sido firmados entre a companhia e os diretores; adoção de processo de voto múltiplo para eleição do conselho de administração, pedido de funcionamento do conselho fiscal, entre outros (BRASIL. Lei 6.404, de 17 de dezembro de 1976).

Além de ter a função contratual de reger o exercício do direito a voto dos contraentes como objeto jurídico, tais peças podem versar sobre a negociabilidade das ações de uma companhia, sendo chamados de “acordos de bloqueio”.

Este tipo de acordo possui seu objeto jurídico tipificado no artigo 118 da Lei 6.404/76, devendo a companhia observar seus efeitos no que diz respeito à compra e venda de ações e também na preferência para adquiri-las. As companhias deverão averbar os acordos de bloqueio em seus livros de registros, a fim de não proceder registro de transferência de ações em operações que estejam em desacordo com o que foi preestabelecido no contrato parassocial.

O acordo de bloqueio possui “o efeito de eliminar, de vários modos, a liberdade da circulação das ações que a ele estão vinculadas” (ROCHA, p. 46, 2006). Para tal, os anuentes impõem restrições às possibilidades de transmissão de ações, limitando as condições em que isso poderá ocorrer.

Um típico acordo de bloqueio é aquele que versa sobre a preferência na aquisição de ações. Neste acordo, o alienante deve oferecer a venda de seus títulos preferencialmente aos integrantes do contrato parassocial, sendo que a venda a terceiros só poderá ocorrer quando registrado o desinteresse dos contraentes.

O acordo de preferência na venda de ações tem, normalmente, por objetivo consolidar o controle da companhia, evitando que terceiros que não comunguem dos interesses do grupo conveniente tenham acesso à participação societária que garante ao mesmo tal poder (RODRIGUES, p. 46, 2009).

As condições estabelecidas para realização da alienação também devem ser consideradas quando um dos acionistas se propuser a sair do bloco formado pelo acordo de acionistas:

Estipula-se, então, restrição à livre transferência da participação acionária dos participantes, obrigando-os, prioritariamente, ao realizar operações de alienação de ações, a conceder aos demais acionistas acordantes o direito de manifestar a sua intenção de adquiri-las, nas mesmas condições de preço e pagamento, dentre outras envolvidas na negociação (RODRIGUES, p. 46, 2009).

Vale ressaltar que caso os titulares de direitos de preferências na negociação das ações não concretizem o negócio, fica o promitente vendedor desimpedido para a realização da venda, não podendo haver bloqueio da alienação em questão.

Tal artefato jurídico é utilizado com vistas a garantir a estabilidade do contrato, observando a manutenção da proporcionalidade acionária existente no momento de sua celebração e impedindo a entrada de terceiros ao pactuado inicialmente, por isso a denominação “acordo de bloqueio”.

Os acordos de opção são aqueles em que uma das partes promete alienar seus títulos (ou uma parcela) se houver manifestação de interesse no prazo e nas condições estipuladas. A liberação para a contratação com um terceiro ocorre com o encerramento do prazo de exercício da opção.

Os denominados “acordos de prévio consentimento” também são acordos de bloqueio, pois, neste tipo de contrato, o promitente vendedor de suas cotas deve pedir prévia autorização dos contraentes para que só então seja autorizado o negócio. Dessa forma, como a alienação das ações deve ter a anuência dos integrantes do acordo, a entrada de um terceiro ao grupo formado pelo instrumento jurídico fica condicionada à aprovação dos participantes do acordo.

Rocha (2010) afirma que termos prévios devem existir no contrato para que a alienação possa ou não ocorrer: “o direito de vetar a transferência das ações deverá basear-se em critérios objetivos, não sendo possível a mera subjetividade da rejeição ou aprovação” ROCHA (p. 50, 2010).

Cabe ressaltar que os acordos de acionistas, normalmente, não apresentam características que os identifique como um ou outro tipo quanto às obrigações e aos direitos estabelecidos. O que acontece geralmente é que, em um único documento, ocorrem matérias que regulem sobre vários assuntos, tornando-os acordos mistos. Todavia, é possível distinguir um acordo de comando de um de defesa, pois há no primeiro soma de capital votante suficiente para garantir o controle da companhia, enquanto no segundo isto não ocorre.

2.3 Conflito de agência

A Teoria da Agência busca analisar as relações existentes entre os participantes de um sistema, considerando os conflitos e custos resultantes da separação entre

propriedade e controle de capital – tema recorrente utilizado pela economia, também pode ser utilizado para fundamentar a relevância da contabilidade no mercado de capitais.

A contratação de um agente (administrador) para atuar defendendo os interesses econômicos do principal (investidor) dá origem a uma relação de agência. Tendo em vista a quantidade e complexidade das decisões possíveis em uma entidade, tal relação contratual não é perfeita (JENSEN e MECKLING, 1976).

Nota-se então que o agente é remunerado para atender os interesses do principal, entretanto, existe a possibilidade de surgimento de uma relação conflituosa, pois o agente pode tomar atitudes conforme interesses particulares (LYRIO et al., p. 2, 2011).

Segundo o trabalho elaborado por Jensen e Meckling (1976), o principal encontra-se em desvantagem informacional frente ao agente, dado que este último possui informações privilegiadas.

Devido à separação existente entre posse e controle, a contabilidade pode ser utilizada como uma medida de performance, em que principais avaliam os agentes, diminuindo sua desvantagem informacional.

O conflito descrito no trabalho desenvolvido por Jensen e Meckling (1976) ocorre entre administradores e acionistas devido à dispersão de propriedade, conforme observado em mercados como o americano e o inglês.

Entretanto, em países menos desenvolvidos, como o Brasil, dado o maior nível de concentração de propriedade, o conflito de agência é transferido para os acionistas controladores e minoritários: os controladores majoritários conseguem influenciar diretamente nas decisões da empresa, e também possuem o ambiente propício para minimizar o retorno de investidores menores. (SARLO NETO, 2009)

2.4 Efeitos relacionados à estrutura de propriedade

A qualidade das informações contábeis pode ser embasada nos efeitos relacionados com a estrutura de propriedade das empresas. Os efeitos entrincheiramento,

alinhamento, cumprimento (*enforcement*) e monitoramento serão delineados a seguir para dar embasamento ao estudo proposto.

2.4.1 Efeito entrincheiramento

No mercado acionário brasileiro, a existência de grande concentração de votos acaba por personificar o controle da empresa. Aquele acionista (ou grupo de acionistas) que possui o maior percentual de capital votante é capaz de determinar quem irá dirigir a empresa. Sendo assim, também será capaz de, indiretamente, influenciar nas decisões que afetam a divulgação de informações contábeis.

O aumento de sua participação no total de votos consiste em um incentivo para o acionista controlador expropriar os minoritários. Esta relação é confirmada por Carvalhal-da-Silva (2004, p.350):

[...] a concentração do direito de voto nas mãos dos acionistas controladores pode ser associada com maior grau de expropriação dos minoritários, uma vez que grandes acionistas preferem auferir benefícios privados de controle, que não são divididos com os minoritários.

Tendo o controle da contabilidade, o acionista controlador pode modificar as informações contábeis de forma a não evidenciar dados que possam comprovar a expropriação dos minoritários. Assim, a expropriação dos minoritários resulta no efeito entrincheiramento, provocando a redução da credibilidade das informações contábeis divulgadas.

Tal efeito está relacionado à incerteza a respeito dos atos praticados por parte do agente. Caso o acionista controlador exproprie a riqueza dos minoritários, seja através da utilização de ativos em interesse próprio, ou através da transferência de riqueza para outras sociedades da qual faça parte, ele estará tendo um comportamento oportunista, e, sendo assim, não haverá da sua parte interesse em divulgar informações que sinalize a expropriação realizada, ao contrário, tenderá a omitir informações que permitam aumentar o monitoramento de sua gestão. (SARLO NETO, 2009)

Por outro lado, investidores poderiam não buscar as informações constantes nas demonstrações contábeis divulgadas, pressupondo um comportamento inadequado por parte do acionista controlador.

Assim, a contabilidade perderia em qualidade, pois tais investidores considerariam outras informações disponíveis no mercado, sinalizando que àquelas advindas da contabilidade estariam atendendo apenas ao interesse privado do controlador (LYRIO et al., 2011).

Sendo assim, é de se esperar que quanto maior a participação do maior acionista controlador no capital votante da empresa menor seria a relevância da contabilidade na decisão do investidor. Ou o acionista controlador, por influenciar na elaboração das demonstrações contábeis, omite informações com vistas a não permitir o monitoramento de sua gestão, ou o investidor minoritário, receoso devido à possibilidade de um comportamento oportunista, desconsideraria as informações contábeis divulgadas, por achar que tais informativos serviriam apenas para o atendimento dos interesses privados do controlador.

2.4.2 Efeito alinhamento

Tendo em vista o possível posicionamento alinhado por parte do acionista controlador frente às expectativas dos outros investidores, emerge o chamado efeito alinhamento ou comprometimento. Tal efeito pode ser analisado sob a perspectiva da demanda e oferta por informações contábeis.

Sendo assim, com vistas a evitar uma perda no valor de mercado da firma, o acionista controlador, ciente de que pode haver desconfiança por parte dos financiadores minoritários do capital a respeito da credibilidade das informações contábeis, toma atitudes que demonstrem seu comprometimento com a manutenção do investimento dos minoritários.

Se a credibilidade das informações contábeis divulgadas estiver comprometida, haverá um aumento da desconfiança por parte do investidor, ocasionando uma fuga de investimentos e diminuindo o valor de mercado da firma. Dessa forma pode ser percebida uma alteração na oferta de informação contábil de qualidade, pois, ciente dos custos do efeito

entrincheiramento, o acionista controlador busca alinhar interesses com demais investidores, divulgando informações contábeis de qualidade superior. (LYRIO et al., p. 4, 2011)

Com relação à demanda, pode-se afirmar que investidores cientes do ambiente propício à expropriação por parte de acionistas controladores, passam a exigir um comportamento comprometido, sob pena de não mais investir na firma (WANG, 2006).

Sendo assim, de forma oposta ao entrincheiramento, o efeito alinhamento atua impactando de forma positiva na qualidade dos lucros contábeis, pelo aumento da credibilidade das informações contábeis.

2.4.3 Efeito cumprimento (*enforcement*)

La Porta et al. (1999) defendem a ideia de que para o desenvolvimento do mercado de capitais de um país são necessários mecanismos legais de proteção aos minoritários e meios eficientes de se fazer cumprir tais mecanismos. Sendo assim, as normas jurídicas seriam um fator de proteção.

O efeito cumprimento (*enforcement*) consiste na capacidade que o sistema jurídico que um mercado possui de fazer cumprir os direitos dos acionistas minoritários. Em países onde há menor *enforcement*, pode existir uma facilidade maior para a expropriação dos minoritários, incentivando a concentração de controle das empresas (SARLO NETO, p. 66, 2009)

Níveis significativos de pulverização de controle acionário são observados em países que utilizam *common law* como base jurídica. Já no caso brasileiro, cujo delineamento jurídico é baseado no *code law*, o fraco ambiente jurídico reduz os incentivos para divulgação de informações contábeis de qualidade superior.

Ao auferir benefícios privados do controle, o acionista controlador (ou grupo controlador) incorre em custos. Onde há fraca proteção dos minoritários, os custos a incorrer são considerados menores pelos controladores, que optam por expropriar a riqueza da empresa (e consequentemente dos acionistas minoritários).

Em relação à contabilidade, o efeito *enforcement* é benéfico. Um maior efeito *enforcement* é representado por um maior número de normas ou

instrumentos dedicados a proteção de investidores. Assim, o aumento do efeito *enforcement* pode provocar um aumento da credibilidade/qualidade das informações contábeis. (SARLO NETO, ALMEIDA e RODRIGUES, p. 11, 2010).

Dessa forma, o efeito *enforcement* impacta positivamente a qualidade dos lucros contábeis divulgados, uma vez que, havendo leis eficientes visando proteger os interesses dos acionistas minoritários, haverá uma redução do efeito entrenchement, aumentando a credibilidade da contabilidade.

2.4.4 Efeito monitoramento

Tendo em vista que grandes acionistas possuem interesses em monitorar a gestão do acionista controlador, dada a sua participação acionária, tem-se que:

Large shareholders have incentives to collect information and monitor management and, thus, address the agency problem because they have both a general interest in value maximization and enough control over the assets of the firm to make their interest respected (MÉNDEZ, p. 82, 2009)

Grandes acionistas possuem uma parcela suficiente de ativos (através de suas quantidades de ações) para fazer seus interesses serem respeitados, tendo em vista que seria também de interesse da empresa a sua permanência como investidores. Dessa forma, os grandes acionistas atuam como monitores dos agentes, buscando a maximização dos interesses da companhia e consequentemente, de outros acionistas minoritários.

Baseados nesta ideia, Boubaker e Sami (2011) sustentaram o argumento de que este efeito também é possível de ser observado quando o maior acionista controlador não possui unanimidade nas deliberações, havendo, assim, a possibilidade de “contestabilidade” dos atos emanados pelo maior acionista controlador, o que maximizaria a utilidade do bem social.

Este efeito também poderia ser observado quando da participação de investidores institucionais, conforme o embasamento verificado nos trabalhos de Méndez (2009) e Jung e Kwon (2001).

Entretanto, existe a possibilidade de grandes acionistas pautarem suas atitudes de forma a maximizar a utilidade pessoal frente ao bem social:

On the other hand, large investors can represent their own interests, using their control rights to maximize their own welfare and expropriate minority shareholders (the so-called “expropriation effect”). The evidence on the role of large shareholders in exercising corporate governance is conflicting (MÉNDEZ, p. 82, 2009).

Maury e Pajuste (p. 1814, 2004) sustentam sua hipótese de trabalho com base no argumento de que poderia haver uma coalizão entre grandes acionistas na extração de benefícios privados: “*the blockholder can form a controlling coalition with other blockholders and share the diverted profit*” (p. 1814, 2004). Jung e Kwon (p.3, 2001) complementam:

Outsiders will find it difficult to perform proper monitoring, rendering the firm’s management less transparent and credible. In this case, investors and creditors will protect themselves by imposing more contractual constraints on the firm. The owner, in turn, may use earnings management to respond to these accounting constraints. This will reduce quality of earnings and its informativeness. (JUNG e KWON, p.3, 2001)

Assim, a informatividade dos lucros é capaz de revelar se os grandes acionistas atuam ativamente no monitoramento dos gestores ou atuam sobre seus próprios interesses (MÉNDEZ, 2009). Os estudos de Jung e Kwon (2002); Yeo et al (2002), Boubaker e Sami (2011), sinalizam evidências do efeito monitoramento ativo. Já nos trabalhos realizados por Méndez (2009) e Thomsen, Pedersen e Kvist (2005), as evidências apontam para existência de conflito de interesses entre grandes acionistas e acionistas minoritários.

2.5 Acordo de acionistas e a qualidade da informação contábil

Para uma melhor compreensão da relação entre o acordo entre acionistas e a qualidade da informação contábil, é preciso levar em consideração alguns aspectos relevantes da natureza de tais peças jurídicas, relacionando-as aos já conhecidos efeitos advindos da estrutura de propriedade.

2.5.1 Acordo entre acionistas e o aumento na qualidade da informação contábil

Alguns aspectos podem fortalecer a ideia de que os acordos de acionistas produzem um aumento na credibilidade das informações contábeis, impactando positivamente em sua qualidade:

a) Os acordos de defesa: Os acordos de defesa são assinados por acionistas minoritários com vistas a garantir direitos que não seriam possíveis ser conseguidos de forma individual.

A lei 6.404 de 1976 explicita direitos possíveis de serem assegurados através da constituição de acordos de defesa: acesso judicial aos livros da companhia; convocação de assembleia geral; recebimento de cópia dos documentos da administração como demonstrações contábeis, parecer do conselho fiscal e da auditoria e relatório da administração; acesso a informações importantes como valores mobiliários emitidos pela companhia e as condições dos contratos de trabalhos que tenham sido firmados entre a companhia e os diretores; adoção de processo de voto múltiplo para eleição do conselho de administração, pedido de funcionamento do conselho fiscal, entre outros.

É de se esperar que os acordos de defesa possuam um efeito *enforcement*, visto que se trata de uma ferramenta que visa resguardar direitos legais dos acionistas minoritários.

b) Acordo de comando e o fortalecimento dos controladores minoritários (efeito monitoramento): Em um típico acordo de comando, um único acionista não teria uma quantidade suficiente de votos para comandar a companhia (mais de 50% das ações com direito a voto).

Com a dispersão do controle, a presença de um acordo serviria como redutor do efeito entrincheiramento, partindo da ideia de que seus signatários cobrariam entre si a maximização do retorno da companhia, e não deixariam que um dos controladores expropriasse a riqueza comum.

Pressupondo este comportamento por parte dos participantes do bloco controlador, é possível afirmar que haverá uma redução dos incentivos existentes para a expropriação das riquezas da companhia através de um artefato jurídico: o acordo de acionistas.

c) Evidências recentes: A hipótese de que a presença do acordo entre acionistas causa o efeito *enforcement* sobre a contabilidade possui base em recente evidência.

Sarlo Neto, Almeida e Rodrigues (2010) pesquisaram a relação entre o conservadorismo contábil e dois aspectos da estrutura de propriedade brasileira: a concentração de votos e o acordo entre acionistas.

O embasamento das hipóteses sustentado pelos autores considerou que o efeito entrincheiramento diminuiria o reconhecimento assimétrico das perdas econômicas no lucro contábil, enquanto o efeito *enforcement* dos acordos entre acionistas resultaria em um maior conservadorismo, pelo aumento da credibilidade das informações contábeis. As evidências encontradas indicaram a confirmação das hipóteses lançadas pelos autores, demonstrando que a presença dos acordos de acionistas na estrutura de propriedade das empresas reduz o efeito entrincheiramento.

Leal e Silva (2008) investigaram a relação entre estrutura de propriedade e valor da firma, encontrando para a amostra e anos pesquisados, a existência de uma avaliação positiva no compartilhamento de controle, considerando a presença ou não de acordos entre acionistas, enfatizando a possível relação de monitoramento existente entre os grandes acionistas.

As pesquisas realizadas em outros mercados (JUNG e KWON, 2002; YEO *et al*, 2002; BOUBAKER e SAMI, 2011) ressaltaram o efeito monitoramento impactando positivamente a informatividade dos lucros contábeis. É importante apontar que as hipóteses delineadas neste estudo foram construídas com base nos estudos internacionais que demonstraram que o compartilhamento do controle exerce influência positiva na informatividade dos lucros. Todavia, os argumentos que justificam um impacto negativo dos acordos entre acionistas sobre a informatividade dos lucros contábeis serão discutidos no tópico posterior.

2.5.2 Acordo entre acionistas e os efeitos negativos sobre a qualidade da informação contábil

Uma diminuição da credibilidade das informações contábeis quando da presença dos acordos realizados entre acionistas pode ser explicada pelos seguintes aspectos a serem considerados:

a) Os acordos de comando e os benefícios privados do controle: esta perspectiva repousa na ideia de que poderia haver um comportamento oportunista por parte dos participantes do acordo.

Sendo assim, a credibilidade das informações contábeis ficaria prejudicada, pois: o grupo controlador não teria interesse em divulgar informações contábeis de qualidade superior, o que permitiria o monitoramento de sua gestão; ou ainda, pressupondo que todo o grupo controlador busca maximizar os benefícios individuais frente ao bem social, investidores não considerariam as informações contábeis para pautar suas decisões. Esta perspectiva é condizente com estudos realizados por Zwiebel (1995), Méndez (2009), e Thomsen, Pedersen e Kvist (2005), em que as evidências apontam para um comportamento oportunístico por parte de grandes acionistas.

Cabe ainda ressaltar que muitos desses acordos são formados por grupos não heterogêneos como os membros de uma mesma família, que poderiam em conjunto (até mesmo sem acordo) maximizar a utilidade pessoal por meio do bem social.

Ademais, a fuga da regra “uma ação um voto” gera um ambiente propício à expropriação dos minoritários. Aldrighi e Mazzer Neto (2007) acreditam que entre os recursos utilizados para separação entre os direitos sobre o fluxo de caixa e o direito de controle encontra-se a utilização dos acordos de votos

b) Cláusulas de Bloqueio: Os acordos de comando geralmente possuem cláusulas de voto e de bloqueio. Os signatários deste tipo de contrato se comprometem a emitir voto uno em assembleia e são incentivados a manter seus percentuais acionários frente ao acordo.

É possível inferir que os contraentes possuem interesses em consolidar suas posições de votos como controladores, bloqueando a entrada de terceiros, dificultando uma possibilidade de perda de controle frente, por exemplo, a uma aquisição hostil.

Dessa forma, considerando um comportamento oportunístico do grupo controlador, o acordo de bloqueio funcionaria como uma barreira à entrada de terceiros que pudessem monitorar as ações do grupo.

c) Cláusulas com vinculação de administradores: Tendo em vista a possibilidade de existência de cláusulas que determinam o posicionamento de administradores frente a um caso concreto, verifica-se que acionistas controladores, possuem grande influência na determinação dos rumos da companhia influenciando diretamente as decisões dos administradores.

Por determinar o posicionamento dos administradores em situações possíveis, o acordo de acionistas teria ação direta na diminuição do conflito de agência entre principais (controladores) e o agente (administrador). Sendo assim, pode-se afirmar que a existência de limitações ao poder de administrar torna visível a forte influência dos controladores sobre a administração. Se os acordos entre acionistas fossem assinados (ou validados) por todos os sócios da companhia, seria possível afirmar que tais instrumentos serviriam para o atendimento do interesse comum. Entretanto, os responsáveis pelo acordo são somente os signatários, que através de tal peça jurídica se consolidaram como controladores.

Logo, a vinculação de administradores ao acordo de acionistas demonstram os interesses somente dos controladores, e há de se considerar que os administradores não se oporão às vontades de quem os investiu no cargo: os acionistas controladores.

Gorga (2008) argumenta, ainda, que a vinculação dos votos dos conselheiros em certos assuntos diminui um dos fatores de boa prática de governança corporativa: a independência dos conselhos. Relata também que 62% das empresas listadas nos segmentos especiais da BM&FBOVESPA possuem acordos de acionistas com vinculação dos votos. Neste sentido, a utilização de acordos entre acionistas

indicaria uma influência negativa na qualidade da informação contábil, devido ao indício de estreitamento da relação entre o acionista controlador e o administrador.

3 METODOLOGIA

Considerando a tradição de pesquisas realizadas em contabilidade, este estudo pode ser enquadrado como de tradição positiva, baseada na observação da realidade e tentativa de fornecer possíveis motivações para a prática encontrada.

Como se observa, a teoria positiva é fundamentalmente baseada em observações da realidade. Seu princípio básico é testar hipóteses sobre determinados fenômenos, empiricamente. Este procedimento pode-se repetir por diversas vezes e, se necessário, a própria teoria receberá refinamentos para aumentar seu poder explicativo e preditivo. (IUDÍCIBUS e LOPES, p. 19, 2008).

Trata-se ainda de uma pesquisa empírico-analítica, pois investiga a relação existente entre duas variáveis, o acordo entre acionistas e a qualidade das informações contábeis, buscando identificar ou apontar quais fatores determinam a relação existente através de técnicas, tratamento e análise de dados.

A busca da explicação de fatores que determinam a relação existente entre as duas variáveis em questão – o acordo de acionistas e a qualidade das informações contábeis – classifica a pesquisa quanto aos seus objetivos como uma pesquisa explicativa.

Essas pesquisas têm como preocupação central identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos. Esse é o tipo de pesquisa que mais aprofunda o conhecimento da realidade, porque explica a razão, o porquê das coisas. (GIL, p. 42, 2002)

A pesquisa buscou estudar eventos já ocorridos e, portanto, não manipuláveis, podendo, assim, ser considerada um estudo *ex-post-facto*. O que se busca fazer neste tipo de pesquisa é “identificar situações que se desenvolveram naturalmente e trabalhar sobre elas como se estivessem submetidas a controles” (GIL, p. 49, 2002).

A respeito da análise, interpretação dos dados e apresentação das conclusões de deste tipo de pesquisa, Gil (p. 105, 2002) afirma que para “efetiva interpretação dos dados, torna-se necessário, sobretudo, proceder à análise lógica das relações, com sólido apoio em teorias e mediante a comparação com outros estudos”.

Sendo assim, a pesquisa tem como base material já elaborado por outros autores, com a utilização principalmente de livros e artigos científicos.

3.1 Seleção da amostra e tratamento dos dados

A amostra foi composta por empresas não financeiras que negociaram ações na Bolsa de Valores de São Paulo no período de 2001 a 2011, tendo como critério para seleção o mínimo de 0,001 de liquidez em cada ano.

As informações a respeito da existência ou não de acordo de acionistas arquivado na sede da empresa foram conseguidas no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no sistema de divulgação externa (DIVEXT). As demais foram coletadas no sistema de informações Economática®.

As observações que não possuíam as informações necessárias para o atendimento das especificações dos modelos estatísticos propostos foram excluídas da base de dados. A tabela a seguir apresenta a distribuição dos acordos por ano:

| Ano | Modelo | Nº de observ. | Acordos de comando | | Acordos de defesa | | Total | |
|-------|--------|---------------|--------------------|------------|-------------------|------------|--------|------------|
| | | | Quant. | Percentual | Quant. | Percentual | Quant. | Percentual |
| 2001 | I | 92 | 28 | 30% | 1 | 1% | 29 | 32% |
| | VR | 91 | 26 | 29% | 1 | 1% | 27 | 30% |
| 2002 | I | 84 | 22 | 26% | 2 | 2% | 24 | 29% |
| | VR | 84 | 20 | 24% | 2 | 2% | 22 | 26% |
| 2003 | I | 80 | 23 | 29% | 2 | 3% | 25 | 31% |
| | VR | 81 | 24 | 30% | 2 | 2% | 26 | 32% |
| 2004 | I | 84 | 20 | 24% | 2 | 2% | 22 | 26% |
| | VR | 83 | 27 | 33% | 1 | 1% | 28 | 34% |
| 2005 | I | 72 | 25 | 35% | 1 | 1% | 26 | 36% |
| | VR | 75 | 25 | 33% | 1 | 1% | 26 | 35% |
| 2006 | I | 74 | 24 | 32% | 1 | 1% | 25 | 34% |
| | VR | 83 | 26 | 31% | 1 | 1% | 27 | 33% |
| 2007 | I | 110 | 31 | 28% | 1 | 1% | 32 | 29% |
| | VR | 108 | 33 | 31% | 1 | 1% | 34 | 31% |
| 2008 | I | 122 | 40 | 33% | 1 | 1% | 41 | 34% |
| | VR | 120 | 38 | 32% | 1 | 1% | 39 | 33% |
| 2009 | I | 150 | 57 | 38% | 2 | 1% | 59 | 39% |
| | VR | 148 | 51 | 34% | 3 | 2% | 54 | 36% |
| 2010 | I | 172 | 63 | 37% | 6 | 3% | 69 | 40% |
| | VR | 170 | 53 | 31% | 6 | 4% | 59 | 35% |
| 2011 | I | 172 | 65 | 38% | 4 | 2% | 69 | 40% |
| | VR | 169 | 48 | 28% | 1 | 1% | 49 | 29% |
| Total | I | 1212 | 398 | 33% | 23 | 2% | 421 | 35% |
| | VR | 1212 | 371 | 31% | 20 | 2% | 391 | 32% |

TABELA 1 - Tipos de acordos distribuídos por ano.

Notas: (i) Fonte: Elaboração própria

(ii) I: Informatividade; VR: *Value Relevance*

A partir da análise das informações da tabela 1 é possível verificar um aumento do número de acordos entre acionistas nos últimos anos, tanto em termos percentuais

como em valores brutos. A tabela a seguir (tabela 2) apresenta a distribuição dos tipos de acordos de acionistas por setor de atuação conforme a classificação dada pelo *software* Economática®:

| Classificação Setorial | Modelo | Nº de observ. | Acordo de comando | | Acordo de defesa | | Total | |
|------------------------|--------|---------------|-------------------|------------|------------------|------------|--------|------------|
| | | | Quant. | Percentual | Quant. | Percentual | Quant. | Percentual |
| Agro e Pesca | I | 17 | 7 | 41% | 0 | 0% | 7 | 41% |
| | VR | 15 | 2 | 13% | 2 | 13% | 4 | 27% |
| Alimentos e Beb | I | 62 | 26 | 42% | 0 | 0% | 26 | 42% |
| | VR | 62 | 22 | 35% | 2 | 3% | 24 | 39% |
| Comércio | I | 59 | 20 | 34% | 1 | 2% | 21 | 36% |
| | VR | 60 | 12 | 20% | 1 | 2% | 13 | 22% |
| Construção | I | 82 | 23 | 28% | 3 | 4% | 26 | 32% |
| | VR | 81 | 26 | 32% | 1 | 1% | 27 | 33% |
| Eletroeletrônicos | I | 24 | 8 | 33% | 0 | 0% | 8 | 33% |
| | VR | 26 | 10 | 38% | 0 | 0% | 10 | 38% |
| Energia Elétrica | I | 151 | 56 | 37% | 0 | 0% | 56 | 37% |
| | VR | 151 | 55 | 36% | 2 | 1% | 57 | 38% |
| Máquinas Indust | I | 26 | 6 | 23% | 7 | 27% | 13 | 50% |
| | VR | 26 | 8 | 31% | 0 | 0% | 8 | 31% |
| Mineração | I | 26 | 10 | 38% | 0 | 0% | 10 | 38% |
| | VR | 26 | 11 | 42% | 0 | 0% | 11 | 42% |
| Minerais não Met | I | 14 | 2 | 14% | 0 | 0% | 2 | 14% |
| | VR | 14 | 2 | 14% | 0 | 0% | 2 | 14% |
| Outros | I | 198 | 67 | 34% | 3 | 2% | 70 | 35% |
| | VR | 194 | 65 | 34% | 3 | 2% | 68 | 35% |
| Papel e Celulose | I | 36 | 26 | 72% | 3 | 8% | 29 | 81% |
| | VR | 36 | 7 | 19% | 0 | 0% | 7 | 19% |
| Petróleo e Gas | I | 33 | 13 | 39% | 0 | 0% | 13 | 39% |
| | VR | 33 | 10 | 30% | 1 | 3% | 11 | 33% |
| Química | I | 88 | 34 | 39% | 0 | 0% | 34 | 39% |
| | VR | 89 | 29 | 33% | 3 | 3% | 32 | 36% |
| Siderur & Metalur | I | 124 | 35 | 28% | 4 | 3% | 39 | 31% |
| | VR | 126 | 34 | 27% | 3 | 2% | 37 | 29% |
| Software e Dados | I | 13 | 5 | 38% | 0 | 0% | 5 | 38% |
| | VR | 13 | 2 | 15% | 0 | 0% | 2 | 15% |
| Telecomunicações | I | 98 | 6 | 6% | 0 | 0% | 6 | 6% |
| | VR | 100 | 33 | 33% | 1 | 1% | 34 | 34% |
| Textil | I | 62 | 17 | 27% | 2 | 3% | 19 | 31% |
| | VR | 59 | 20 | 34% | 1 | 2% | 21 | 36% |
| Transporte Serviç | I | 38 | 17 | 45% | 0 | 0% | 17 | 45% |
| | VR | 39 | 11 | 28% | 1 | 3% | 12 | 31% |
| Veiculos e peças | I | 61 | 20 | 33% | 0 | 0% | 20 | 33% |
| | VR | 62 | 12 | 19% | 1 | 2% | 13 | 21% |
| Total | I | 1212 | 398 | 33% | 23 | 2% | 421 | 35% |
| | VR | 1212 | 371 | 31% | 22 | 2% | 393 | 32% |

TABELA 1 - Tipos de acordos distribuídos por setor de atuação.

Notas: (i) Fonte: Elaboração própria

(ii) I: Informatividade; VR: *Value Relevance*

As variáveis não binárias foram “winsorizadas”, em um procedimento em que os dados são ordenados, e os valores extremos (*outliers*) são substituídos por valores não extremos conforme um limite percentual pré-estabelecido. Os resultados da

pesquisa são apresentados com testes estatísticos em dados winsorizados no limite de 3% (1,5% em cada extremidade). – Efetuar outros métodos.

3.2 Variáveis dependente e independentes

3.2.1 Informatividade

a) Retorno Anormal ($RA_{i,t}$): Variável dependente considerada como medida de retorno da ação. Representa o ganho excedente ao conseguido pelo mercado em determinado período. Sua forma de cálculo considera que:

$$RA_{i,t} = RET_{i,t} - RIBOV_{i,t}$$

Sendo $RA_{i,t}$ o retorno anormal da ação da empresa i no período t ; $RET_{i,t}$ o retorno da ação da empresa i no período t ; e $RIBOV_t$ retorno de mercado no período t . O retorno da ação ($RET_{i,t}$) representa a variação do valor de mercado dos doze meses anteriores à data de divulgação do balanço. Para todas as observações considerou-se 31 de março como a data-base de publicação das informações contábeis.

$$RET_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Em que $RET_{i,t}$ é o retorno da ação; $P_{i,t}$ é o preço da ação da empresa i na data t ; e $P_{i,t-1}$ é o preço da ação da empresa i na data $t-1$.

$$RIBOV_t = \frac{IBOV_t - IBOV_{t-1}}{IBOV_{t-1}}$$

A taxa de retorno do mercado no período t (representada pelo retorno do Índice BOVESPA: IBOVESPA) é dado por $RIBOV_t$; Sendo que o $IBOV_t$ é o preço do IBOVESPA na data t ; e o $IBOV_{t-1}$ é o preço do Ibovespa na data $t-1$. A data focal t considerada é 31 de março.

b) Lucro líquido ajustado ($LLA_{i,t}$): trata-se do lucro líquido do exercício divulgado pela empresa, ajustado pelo valor de mercado da empresa no ano anterior.

$$LLA_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{VM_{i,t-1}}$$

O lucro líquido ajustado da empresa i no período t ($LLA_{i,t}$) é obtido a partir da divisão do lucro líquido da empresa i no período t ($LL_{i,t}$) por ($VM_{i,t-1}$) que representa o valor de mercado da empresa i no período $t-1$. Para calcular o valor de mercado, deve-se multiplicar o preço das ações (ordinárias e preferenciais) pelo número de ações:

$$VM_{i,t} = P_{i,t} \cdot NUM_{i,t}$$

Em que: $VM_{i,t}$ é o valor de mercado da empresa i no período t ; $P_{i,t}$ é o preço das ações (ordinárias e preferenciais) da empresa i no período t ; e $NUM_{i,t}$ é o número de ações em circulação da empresa i na data t . O valor considerado para o preço das ações ($P_{i,t}$), foi aquele obtido na data de 31 de março.

3.2.2 Value Relevance

a) Preço da ação ($P_{i,t}$): A variável dependente do modelo de relevância da informação contábil é o preço da ação da empresa i na data t , conforme já mencionado. Entre ações ordinárias e preferenciais, optou-se por selecionar aquela de maior liquidez no período, para fazer com que cada empresa apresentasse um único preço de ação.

b) Lucro por ação ($LPA_{i,t}$): demonstra o valor do lucro da companhia para cada ação. É obtido a partir da divisão do lucro líquido pela quantidade de ações:

$$LPA_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{NUM_{i,t}}$$

Conforme já informado anteriormente, $LL_{i,t}$ o lucro líquido da empresa i na data t e $NUM_{i,t}$ é o número de ações em circulação da empresa i na data t .

c) Patrimônio líquido por ação ($PLA_{i,t}$): representa o valor do patrimônio líquido para cada ação.

$$PLA_{i,t} = \frac{PL_{i,t}}{NUM_{i,t}}$$

Calculado a partir da divisão entre o PL_{it} que representa o valor do patrimônio líquido da empresa i na data t e o número de ações da empresa i na data t (NUM_{it}).

Todas as variáveis do modelo para a verificação da relevância da informação contábil foram escalonadas pelo preço da ação da empresa no ano anterior ($P_{i,t-1}$)

3.2.3 Acordo de acionistas ($AA_{i,t}$):

a) Acordo de comando ($AAC_{i,t}$): variável binária que assume o valor de 1 (um) quando, em sua estrutura de propriedade, é observado o instrumento legal “acordo de acionistas de Comando”, ou 0 (zero), caso contrário.

b) Acordo de defesa ($AAD_{i,t}$): variável binária que assume o valor de 1 (um) quando, em sua estrutura de propriedade, é observado o instrumento legal “acordo de acionistas de defesa”, ou 0 (zero), caso contrário.

c) Total de acordo de acionistas ($AAT_{i,t}$): variável binária que assume o valor de 1 (um) quando, em sua estrutura de propriedade, é observado qualquer um dos tipos de acordo, ou 0 (zero), caso contrário.

3.2.4 Variáveis de controle:

a) Tamanho ($TAM_{i,t}$): para controle do efeito tamanho, a variável escolhida foi o valor de mercado da empresa:

$$TAM_{i,t} = \ln(VM_{i,t})$$

A variável $TAM_{t,i}$ representa o tamanho da empresa i no período t ; e $\ln(VM_{i,t})$ é o logaritmo natural do valor de mercado da empresa i no tempo t .

b) Market-to-book ($MB_{i,t}$): variável de controle medida pela relação entre o valor de mercado e o valor registrado no patrimônio líquido da empresa:

$$MB_{i,t} = \frac{VM_{i,t}}{PL_{i,t}}$$

Em que $MB_{i,t}$ é o índice *Market-to-book* da empresa i no período t ; $VM_{i,t}$ é o valor de mercado da empresa i no período t ; e $PL_{i,t}$ é o valor registrado no balanço patrimonial consolidado do patrimônio líquido da empresa i no período t .

c) Endividamento ($END_{i,t}$): valor da relação entre o capital de terceiros e o valor total do ativo da empresa i no momento t , encontrados no balanço patrimonial.

$$END_{i,t} = \ln\left(\frac{CT_{i,t}}{AT_{i,t}}\right)$$

Seguindo a tendência de outros trabalhos (Baptista, 2010; Evimael, Nossa e Funchal, 2011) optou-se por utilizar logaritmo natural endividamento da empresa i no tempo t ($END_{i,t}$), calculado a partir da razão entre $CT_{i,t}$, que representa o capital de terceiros da empresa i na data t , e $AT_{i,t}$, que representa o total do ativo da empresa i na data t . Baptista (2010)

d) Concentração de votos ($CV_{i,t}$): índice baseado na razão entre a quantidade de votos que o maior acionista controlador ($VMAC_{i,t}$) possui e o total de votos:

$$CV_{i,t} = \frac{VMAC_{i,t}}{TV_{i,t}}$$

Em que $CV_{i,t}$ é a concentração de votos da empresa i no período t ; $VMAC_{i,t}$ é a quantidade de votos em posse do maior acionista controlador da empresa i no período t ; e $TV_{i,t}$ representa o total de votos da empresa i no período t .

Esta variável foi utilizada com a transformação sugerida no trabalho de Demsetz e Villalonga (2001, p. 215), sendo $LCV_{i,t}$ o resultado da fórmula:

$$LCV_{i,t} = \log\left(\frac{CV_{i,t}}{1 - CV_{i,t}}\right)$$

e) Perdas ($NEG_{i,t}$): trata-se de uma variável binária que assume o valor de 1 (um) quando a empresa apresenta prejuízo, e 0 (zero) caso contrário.

f) Setor ($DS_{i,t}$): trata-se de uma variável binária que assume o valor de 1 (um) quando a empresa participa de um determinado setor, e 0 (zero) para empresas de outros setores.

3.3 Modelos utilizados

A informatividade leva em conta que o mercado tende a reagir conforme os resultados contábeis divulgados, e assim sendo, trata-se de um aspecto qualitativo da contabilidade, pois, indica a capacidade que o resultado contábil possui de influenciar as decisões dos investidores (FAN e WONG, 2002; FRANCIS, SCHIPPER, e VICENT, 2005).

O modelo possui como base os trabalhos de Francis, Schipper, e Vicent, (2005), Wang (2005) e Sarlo Neto (2009). A estruturação do modelo desta pesquisa possui o objetivo de capturar os efeitos dos acordos entre acionistas na informatividade dos lucros contábeis divulgados:

$$RA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{i,t} + \alpha_2 LLA_{i,t} AA_{i,t} + \alpha_3 LLA_{i,t} LCV_{i,t} + \alpha_4 LLA_{i,t} TAM_{i,t} + \alpha_5 LLA_{i,t} MB_{i,t} + \alpha_6 LLA_{i,t} END_{i,t} + \alpha_7 LLA_{i,t} NEG_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

Com vistas a capturar a relação conjunta da concentração de votos e do acordo entre acionistas sobre o retorno anormal o seguinte modelo foi testado:

$$RA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LLA_{i,t} + \alpha_2 LLA_{i,t} AA_{i,t} + \alpha_3 LLA_{i,t} LCV_{i,t} + \alpha_4 LLA_{i,t} LCV_{i,t} AA_{i,t} + \alpha_5 LLA_{i,t} TAM_{i,t} + \alpha_6 LLA_{i,t} MB_{i,t} + \alpha_7 LLA_{i,t} END_{i,t} + \alpha_8 LLA_{i,t} NEG_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

Já o modelo de relevância da informação contábil procura verificar se os números contábeis ajudam a explicar o preço das ações. Tem como base o trabalho realizado por Ohlson (1995) e foi alterado para dar resposta ao problema de pesquisa apresentado. Possui como variáveis que representam os números contábeis o Lucro por ação e o Patrimônio Líquido por ação, que foram escalonadas pelo preço da ação do ano anterior (t-1):

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 PLA_{i,t} + \beta_3 LPA_{i,t} AA_{i,t} + \beta_4 PLA_{i,t} AA_{i,t} + \beta_5 LPA_{i,t} LCV_{i,t} + \beta_6 PLA_{i,t} LCV_{i,t} + \beta_7 TAM_{i,t} + \beta_8 MB_{i,t} + \beta_9 END_{i,t} + \beta_{10} NEG_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

Assim como no modelo de informatividade dos lucros contábeis, foi adicionada ao modelo uma variável de interação entre as variáveis que representam acordo de acionistas (AA) e a variável de concentração de votos (LCV), resultando no seguinte modelo:

$$\begin{aligned}
P_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 PLA_{i,t} + \beta_3 LPA_{i,t} \cdot AA_{i,t} + \beta_4 PLA_{i,t} \cdot AA_{i,t} \\
& + \beta_5 LPA_{i,t} \cdot LCV_{i,t} + \beta_6 PLA_{i,t} \cdot LCV_{i,t} + \beta_7 LPA_{i,t} \cdot LCV_{i,t} \cdot AA_{i,t} + \beta_8 PLA_{i,t} \cdot LCV_{i,t} \cdot AA_{i,t} \quad (4) \\
& + \beta_9 TAM_{i,t} + \beta_{10} MB_{i,t} + \beta_{11} END_{i,t} + \beta_{20} NEG_{i,t} + \varepsilon
\end{aligned}$$

Os modelos indicados anteriormente (1, 2, 3 e 4) foram desmembrados conforme a indicação do quadro que segue:

| Modelo | Descrição |
|--------|--|
| MAAC | Considera somente os acordos de comando; |
| MAAD | Considera somente os acordos de defesa; |
| MAAT | Considera a existência de pelo menos um dos tipos de tipos de acordo |

QUADRO 2 – Especificação dos modelos

Fonte: elaboração própria

Trata-se de um modelo de regressão linear múltipla, com dados em painel desequilibrado. Para escolha das diferentes abordagens existentes para este tipo de regressão (POLS, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios), foram realizados os testes descritos no quadro abaixo:

| Teste de Breusch-Pagan (1980) | Teste de Hausman (1978) | Teste de Chow (1960) |
|--|--|---|
| POLS X Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios X Efeitos Fixos | POLS X Efeitos Fixos |
| Analisa os resíduos do modelo POLS. | O modelo que possui menor variância é mais eficiente. | Análise dos interceptos das <i>cross-sections</i> |
| Testa a hipótese nula de que a variância dos resíduos seja igual a zero. | Testa a hipótese nula de que o modelo de correção de erros é adequado. | Testa a hipótese nula de que os interceptos são iguais para todas as <i>cross-sections</i> |
| Em caso de não rejeição da hipótese nula, o modelo mais adequado é POLS. | A não rejeição da hipótese nula indica que o modelo de efeitos aleatórios é mais adequado. | Caso os interceptos sejam iguais para todas as <i>cross-sections</i> , (não rejeição da hipótese nula,) o modelo mais adequado é POLS |

QUADRO 3: Teste para escolha das abordagens estatísticas

Fonte: Elaborado com base em Fávero et al. (2009).

A partir das variáveis de controle previamente selecionadas, foram realizados testes estatísticos para a escolha daquelas que entrariam no modelo final. Para a informatividade dos lucros contábeis, o modelo adotado possui o retorno anormal (RA) como variável dependente, e as variáveis de controle como independentes. Os resultados dos testes preliminares indicaram a abordagem por efeitos fixos como a mais adequada. As variáveis que controlam tamanho (TAM) e *market-to-book* (MTB) não contribuíram para o poder explicativo do modelo, e foram retiradas da regressão.

A escolha das variáveis de controle do modelo de relevância da informação contábil seguiu o mesmo raciocínio, possuindo como variável dependente o preço da ação (P), e as variáveis de controle como independentes. As variáveis que representam as perdas (NEG) e endividamento (END) foram excluídas do modelo por não contribuírem para a explicação da variação no preço da ação.

4 RESULTADOS

4.1 Resultados do modelo de informatividade

A estatística descritiva das variáveis selecionadas para o modelo de informatividade encontra-se na tabela a seguir (Tabela 3).

| Variável | Média | Desvio Padrão | Mín. | Máx. |
|----------|---------|---------------|---------|---------|
| RA | 0,1753 | 0,6031 | -1,0931 | 2,0106 |
| LLA | 0,0962 | 0,2213 | -1,4285 | 1,7552 |
| AAC | 0,3283 | 0,4698 | 0 | 1 |
| AAD | 0,0189 | 0,1364 | 0 | 1 |
| AAT | 0,3473 | 0,4763 | 0 | 1 |
| LCV | 0,2316 | 0,9643 | -2,9996 | 3,9999 |
| TAM | 21,2394 | 1,7897 | 15,8434 | 26,2544 |
| MB | 2,2298 | 2,3253 | 0,1904 | 13,1858 |
| END | 3,9596 | 0,4331 | 2,0149 | 8,1829 |
| NEG | 0,1584 | 0,3652 | 0 | 1 |

TABELA 3 – Informatividade: estatística descritiva

Como forma de avaliação preliminar, optou-se pela utilização do coeficiente de correlação Pearson, que indica, por pares, o sentido e a intensidade da correlação entre as variáveis. Os resultados encontram-se na tabela a seguir.

| | RA | LLA | AAC | AAD | AAT | LCV | TAM | MB | END |
|-----|---------|---------|---------|----------|---------|----------|---------|--------|--------|
| LLA | 0.165* | | | | | | | | |
| AAC | -0.020 | 0.002 | | | | | | | |
| AAD | 0.029 | 0.043 | -0.097* | | | | | | |
| AAT | -0.011 | 0.014 | 0.958* | 0.190* | | | | | |
| LCV | -0.003 | 0.060** | -0.194* | -0.063** | -0.210* | | | | |
| TAM | 0.000 | 0.072** | 0.128* | -0.046 | 0.113* | -0.114* | | | |
| MB | 0.114* | -0.087* | 0.031 | -0.059** | 0.014 | -0.125* | 0.300* | | |
| END | 0.042 | -0.100* | 0.093* | -0.002 | 0.091* | -0.072** | 0.022 | 0.226* | |
| NEG | -0.123* | -0.544* | -0.014 | 0.005 | -0.012 | 0.021 | -0.269* | -0.028 | 0.156* |

TABELA 4 – Informatividade: correlação entre as variáveis

Notas: (i) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: (*) 1% (**) 5% (***) 10%.

(ii) correlação de Pearson

Além do lucro líquido ajustado (LLA), somente o *market-to-book* (MB) e o controle para resultados negativos (NEG) foram estatisticamente significantes (1%) em suas correlações com o retorno anormal (RA). Nenhuma das variáveis de interesse (AA) apresentou correlação significativa com o retorno anormal (RA).

Deve-se destacar a correlação negativa encontrada entre a concentração de votos (LCV) e as variáveis de acordo (AA). Este achado indica que, para esta amostra, o aumento da concentração de votos (LCV) implica diminuição da presença do acordo de acionistas (AA) seja ele de qual tipo for. É possível inferir, então, que os acordos entre acionistas são especialmente determinantes na composição dos interesses sociais quando não existe grande concentração de votos.

Para o modelo que considera os acordos de comando (MAAC 1), primeiramente foi realizado o teste de Breusch e Pagan para a escolha de qual abordagem é mais adequada entre efeitos aleatórios e POLS. O teste rejeitou a hipótese nula de que a variância dos resíduos é igual a zero, indicando a utilização da abordagem de efeitos aleatórios.

Foi realizado o teste de Hausman para verificar, dentre as abordagens de efeitos fixos e aleatórios, qual seria a mais eficiente. O teste não rejeitou a hipótese de que o modelo de correção de erros é adequado, confirmando que a utilização de efeitos aleatórios gera um modelo mais eficiente. Os dois testes realizados indicaram que a abordagem de efeitos aleatórios é mais eficiente, não sendo necessária então a aplicação do teste de Chow.

Na repetição dos testes para os outros modelos que analisam a informatividade dos lucros contábeis, os resultados encontrados apontaram para a mesma situação, indicando que a melhor abordagem seria a de efeitos aleatórios. A apresentação dos resultados encontra-se na tabela seguinte:

| | Variável dependente (RA – Retorno Anormal) | | | | | |
|-------------|--|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|
| | MAAC (1) | MAAC (2) | MAAD (1) | MAAD (2) | MAAT (1) | MAAT (2) |
| CONS | 0,0957* (0,0231) | 0,0944* (0,0235) | 0,0922* (0,0235) | 0,0929* (0,0235) | 0,0958* (0,0230) | 0,0949* (0,0233) |
| LLA | 1,7970* (0,6145) | 1,8271* (0,6220) | 1,9206* (0,6506) | 1,9230* (0,6524) | 1,7874* (0,6091) | 1,8101* (0,6152) |
| LLA.AAC | 0,2249*** (0,1345) | 0,2099 (0,1392) | | | | |
| LLA.AAC.LCV | | 0,0693 (0,1229) | | | | |
| LLA.AAD | | | 0,0574 (0,2360) | -0,5404 (0,4766) | | |
| LLA.AAD.LCV | | | | -1,4612 (.9281) | | |
| LLA.AAT | | | | | 0,2335*** (0,1372) | 0,2228 (0,1414) |
| LLA.AAT.LCV | | | | | | 0,0511 (0,1190) |

| | | | | | | |
|------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| LLA.LCV | -0,0825 (0,0518) | -0,0997 (0,0612) | -0,1098** (0,0515) | -0,1081** (0,0520) | -0,0762 (0,0536) | -0,0896 (0,0642) |
| LLA.NEG | -0,3877** (0,1653) | -0,4068** (0,1709) | -0,4102** (0,1702) | -0,4012** (0,1714) | -0,3872** (0,1651) | -0,4013** (0,1694) |
| LLA.END | -0,2924** (0,1460) | -0,2949** (0,1467) | -0,2964** (0,1510) | -0,2981** (0,1515) | -0,2933** (0,1456) | -0,2951** (0,1461) |
| Estatística-Chi ² | 62,05* | 60,71* | 56,70* | 65,39* | 62,24* | 61,31* |
| R quadrado | 0,0707 | 0,0715 | 0,0740 | 0,0745 | 0,0701 | 0,0708 |
| Nº de observações | 1212 | 1212 | 1212 | 1212 | 1212 | 1212 |
| Modelo | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios | Efeitos Aleatórios |

Tabela 5 – Informatividade: resultados das regressões

Nota: (i) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: (*) 1% (**) 5% (***) 10%.

(ii) valores entre parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes

Os modelos propostos foram estatisticamente significantes a 1%, apresentando variáveis capazes de explicar, em média, 7, 20% do comportamento do retorno anormal (RA).

A variável de lucro líquido ajustado (LLA) apresentou sinal positivo e estatisticamente significativa para todos os modelos de informatividade propostos. As variáveis que controlam endividamento (END) e perdas (NEG) apresentaram significância estatística para todos os modelos, apurando sinal negativo em todos os casos. A variável que controla a concentração de votos (LCV) apresentou sinal negativo em seu coeficiente para os modelos MAAD 1 e 2, estatisticamente significantes considerando 0,5% de intervalo de confiança.

O resultado do primeiro modelo analisado (MAAC 1) apresentou o resultado estatisticamente significativo a 10% para a variável de interesse (AAC.LLA). O sinal apurado foi positivo, indicando que os acordos de comando exercem influência positiva na informatividade dos lucros contábeis.

O mesmo não acontece para o modelo seguinte (MAAC 2). As duas variáveis de interesse (AAC.LLA e AAC.LLA.LCV) não apresentaram significância estatística. É importante ressaltar que, para esses dois modelos (MAAC 1 e 2), a variável que controla o efeito da concentração de votos (LCV) não apresentou significância estatística.

Os modelos que buscaram verificar a informatividade dos lucros contábeis quando da existência de acordo de defesa em sua estrutura de propriedade (MAAD 1 e 2) não apresentaram variáveis de interesse (AAD.LLA e AAD.LLA.LCV) com

significância estatística. Para estes dois modelos a concentração de votos (LCV) apurou sinal negativo e estatisticamente significante.

Na análise dos resultados do modelo que considera a existência de pelo menos um tipo de acordo na estrutura de propriedade (MAAT 1), o sinal positivo da variável de interesse (LLA.AAT) indica que o aumento da informatividade dos lucros contábeis está associada à presença de tal peça jurídica, considerando uma significância estatística de 10%. Não foram possíveis inferências a respeito das variáveis de interesse do último modelo (MAAT 2), pois tais variáveis não apresentaram significância estatística. Vale ressaltar que, para os modelos MAAT 1 e 2, a variável de concentração de votos não apurou significância estatística.

4.2 Resultados do modelo de relevância da informação contábil

A tabela 6 (seis) apresenta a média, o desvio padrão e os valores máximos e mínimos das variáveis utilizadas para o modelo de relevância da informação contábil.

| Variável | Média | Desvio Padrão | Mín. | Máx. |
|----------|---------|---------------|---------|---------|
| P | 1,3827 | 0,8300 | 0,2175 | 4,7936 |
| LPA | 0,1915 | 0,1915 | -0,9272 | 1,4339 |
| PLA | 1,7507 | 1,9429 | 0,0502 | 10,7863 |
| AAC | 0,3061 | 0,4610 | 0 | 1 |
| AAD | 0,0181 | 0,1335 | 0 | 1 |
| AAT | 0,3242 | 0,4682 | 0 | 1 |
| LCV | 0,2148 | 0,9410 | -2,9995 | 3,9999 |
| TAM | 14,2079 | 1,8224 | 9,8131 | 18,4702 |
| MB | 2,3280 | 2,8402 | 0,2057 | 18,6142 |
| END | 3,9649 | 0,3764 | 2,5989 | 4,5489 |
| NEG | 0,0181 | 0,1335 | 0 | 1 |

TABELA 6 – *Value relevance*: estatística descritiva

Assim como realizado na apresentação dos resultados do modelo de informatividade, foi utilizada a correlação por pares dada pelo coeficiente de Pearson

como forma de verificar, preliminarmente, a existência de correlação entre as variáveis estudadas:

| | P | LPA | PLA | AAC | AAD | AAT | LCV | TAM | MB | END |
|-----|----------|---------|---------|---------|-----------|--------|--------|---------|--------|--------|
| LPA | 0,294* | | | | | | | | | |
| PLA | 0,299* | 0,430* | | | | | | | | |
| AAC | -0,008 | -0,012 | -0,094* | | | | | | | |
| AAD | 0,044 | 0,029 | 0,067** | -0,090* | | | | | | |
| AAT | 0,004 | -0,003 | -0,074* | 0,958* | 0,196* | | | | | |
| LCV | 0,020 | -0,022 | -0,022 | 0,023 | -0,001 | 0,022 | | | | |
| TAM | 0,054*** | 0,036 | -0,279* | 0,092* | -0,025 | 0,084* | -0,012 | | | |
| MB | 0,111* | -0,107* | -0,330* | 0,038 | -0,051*** | 0,023 | -0,021 | 0,240* | | |
| END | -0,022 | -0,143* | -0,189* | 0,132* | -0,002 | 0,130* | 0,014 | 0,012 | 0,249* | |
| NEG | -0,113* | -0,509* | -0,078* | -0,009 | -0,026 | -0,017 | 0,038 | -0,290* | 0,020 | 0,163* |

TABELA 7 – *Value relevance*: correlação entre as variáveis

Notas: (i) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: (*) 1% (**) 5% (***) 10%.

(ii) correlação de Pearson

As variáveis de lucro por ação (LPA) e patrimônio líquido por ação (PLA) apresentaram correlações positivas e significantes a 1% com o preço das ações (P). A variável que controla o tamanho das empresas apresentou correlação positiva com o preço das ações, assim como o *market-to-book* (MB). A variável binária para controle das perdas (NEG) apresentou correlação negativa com o preço das ações.

A medida utilizada para concentração de votos (LCV) não apresentou correlação estatisticamente significativa com as demais variáveis. As variáveis que representam os acordos realizados entre acionistas (AA) não apresentaram correlação com o preço das ações (P).

Nos modelos de relevância da informação contábil foram realizados testes para a verificação de qual das abordagens é a mais adequada. A rejeição da hipótese nula do teste de Breusch e Pagan indicou a abordagem de efeitos aleatórios. A rejeição da hipótese nula de que o modelo de correção de erros é adequado realizado no teste de Hausman, indicou a abordagem de efeitos fixos para as regressões. O teste de Chow rejeitou a hipótese nula de que os interceptos são iguais para todas as *cross-sections*, confirmando a abordagem dos efeitos fixos como a melhor opção.

A tabela a seguir apresenta os resultados em separado para os modelos que consideram os acordos de comando, os de defesa e a presença de qualquer um dos tipos de acordo:

| Variável dependente (P – Preço da Ação) | | | | | | |
|---|-----------------------|----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | MAAC (3) | MAAC (4) | MAAD (3) | MAAD (4) | MAAT (3) | MAAT (4) |
| CONS | 0,4496** (0,1868) | 0,4412** (0,1885) | 0,4882* (0,1872) | 0,4852* (0,1868) | 0,4703** (0,1844) | 0,4457** (0,1857) |
| LPA | 0,3900** (0,1521) | 0,4170* (0,1556) | 0,3961* (0,1209) | 0,3992* (0,1210) | 0,3339** (0,1473) | 0,3672** (0,1509) |
| PLA | 0,1429* (0,0285) | 0,1410* (0,0285) | 0,1534* (0,0285) | 0,1521* (0,0283) | 0,1446* (0,0288) | 0,1433* (0,0286) |
| LPA.AAC | 0,0566 (0,2435) | -0,0490 (0,2469) | | | | |
| PLA.AAC | 0,0804** (0,0375) | 0,0871** (0,0375) | | | | |
| LPA.AAC.LCV | | 0,3213 (0,2212) | | | | |
| PLA.AAC.LCV | | -0,0180 (0,0307) | | | | |
| LPA.AAD | | | 1,5285* (0,5088) | 1,3574* (0,3793) | | |
| PLA.AAD | | | -0,1132*** (0,0662) | -0,0420 (0,0753) | | |
| LPA.AAD.LCV | | | | 3,6802* (10,0574) | | |
| PLA.AAD.LCV | | | | -0,2726* (0,0728) | | |
| LPA.AAT | | | | | 0,2755 (0,2406) | 0,1502 (0,2492) |
| PLA.AAT | | | | | 0,0537 (0,0374) | 0,0695*** (0,0375) |
| LPA.AAT.LCV | | | | | | 0,3667*** (0,2205) |
| PLA.AAT.LCV | | | | | | -0,0415 (0,0335) |
| LPA.LCV | -0,2777** (0,1197) | -0,4066* (0,1437) | -0,2499** (0,1233) | -0,2784** (0,1176) | -0,2806** (0,1156) | -0,4241* (0,1329) |
| PLA.LCV | 0,0473** (0,0228) | 0,0527** (0,0267) | 0,0560** (0,0239) | 0,0644* (0,0240) | 0,0469** (0,0231) | 0,0632** (0,0272) |
| TAM | 0,0287** (0,0132) | 0,0292** (0,0133) | 0,0271** (0,0132) | 0,0272** (0,0132) | 0,0275** (0,0131) | 0,0288** (0,0132) |
| MTB | 0,0652* (0,0146) | 0,0648* (0,0146) | 0,0646* (0,0146) | 0,0645* (0,0147) | 0,0648* (0,0145) | 0,0648* (0,0146) |
| Estatística F | 17,84* | 14,45* | 15,32* | 14,68* | 15,92* | 13,60* |
| R quadrado | 0,2039 | 0,1984 | 0,1891 | 0,2231 | 0,2003 | 0,2020 |
| Nº de observações | 1212 | 1212 | 1212 | 1212 | 1212 | 1212 |
| Modelo | Efeitos Fixos | Efeitos Fixos | Efeitos Fixos | Efeitos Fixos | Efeitos Fixos | Efeitos Fixos |

Tabela 8 – *Value relevance*: resultados das regressões

Nota: (i) os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: (*) 1% (**) 5% (***) 10%.

(ii) valores entre parênteses indicam o erro padrão robusto dos coeficientes

Todos os modelos foram significantes a 1% e apresentaram poder explicativo em média de 15,3%. É possível verificar também que todas as variáveis de controle

previamente selecionadas foram explicativas estatisticamente significantes. O lucro por ação (LPA) e o patrimônio líquido por ação (PLA) apresentaram coeficientes positivos significantes para todos os modelos utilizados.

O modelo MAAC (3) que buscou verificar se os acordos de comando exercem influência positiva sobre a relevância das informações contábeis apresentou sinal positivo e significativo (5%) somente quando a interação se deu com o patrimônio líquido por ação (PLA).

É possível observar no modelo MAAD (3) que o acordo de defesa (AAD) se apresentou positivamente correlacionado com o preço das ações (P) quando interagido com o lucro por ação (LPA), indicando aumento da relevância da informação contábil. O contrário acontece quando a interação da variável de acordo de defesa (AAD) se dá com o patrimônio líquido por ação (PLA). O sinal negativo indica diminuição da relevância do patrimônio líquido (PLA) para empresas que possuem a ferramenta jurídica “acordo de defesa” em sua estrutura de propriedade. O modelo MAAD (3) sinalizou que os acordos de defesa aumentam a relevância do lucro, e diminuem a patrimônio líquido.

O modelo proposto em MAAD (4) indicou o acordo de defesa (AAD) como minimizador do efeito negativo da concentração de votos (LCV) sobre o preço das ações.

O resultado encontrado na aplicação do modelo MAAT (4) demonstrou que a presença de pelo menos um dos tipos de acordo (AAT) influencia positivamente a relação entre patrimônio líquido (PL) e o preço da ação (P), pois a interação AAT.PLA apresentou coeficiente positivo e significativo a 10%.

A interação AAT.LCV.LPA apresentou sinal positivo e significativo a 10%, indicando que a presença do acordo entre acionistas na estrutura de propriedade é capaz de reduzir o efeito negativo da concentração de votos na relevância do lucro.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho buscou investigar a influência dos acordos de acionistas na qualidade da informação contábil divulgada. Ao considerar que os acordos firmados entre os acionistas seriam parte de um mecanismo legal de proteção aos minoritários, foi levantada a hipótese de que a presença de tais peças jurídicas seria positivamente correlacionada à qualidade das informações contábeis divulgadas com base nos efeitos monitoramento e cumprimento.

A aplicação das metodologias descritas neste trabalho indicou que a presença de qualquer um dos tipos de acordo entre acionistas (comando ou defesa) influencia positivamente na qualidade das informações contábeis divulgadas, e os resultados estão resumidos no quadro a seguir:

| | Variável de interesse | Modelo | Indícios encontrados |
|-----------------------------------|-----------------------|----------|-------------------------|
| Informatividade | LLA.AA | MAAC (1) | Aumenta a qualidade |
| | | MAAD (1) | Não significativa |
| | | MAAT (1) | Aumenta a qualidade |
| | LLA.AA.LCV | MAAC (2) | Não significativa |
| | | MAAD (2) | Não significativa |
| | | MAAT (2) | Não significativa |
| Relevância da informação contábil | LPA.AA | MAAC (3) | Não significativa |
| | | MAAD (3) | Aumenta a qualidade |
| | | MAAT (3) | Não significativa |
| | LPA.AA.LCV | MAAC (4) | Não significativa |
| | | MAAD (4) | Aumenta a qualidade |
| | | MAAT (4) | Aumenta a qualidade |
| | PLA.AA | MAAC (3) | Aumenta a qualidade |
| | | MAAD (3) | Não aumenta a qualidade |
| | | MAAT (3) | Não significativa |
| | PLA.AA.LCV | MAAC (4) | Não significativa |
| | | MAAD (4) | Não aumenta a qualidade |
| | | MAAT (4) | Não significativa |

QUADRO 4 – Resumo dos resultados

Fonte: elaboração própria

Para uma melhor análise dos resultados encontrados, alguns importantes aspectos devem ser levados em consideração:

- A utilização de pirâmides na estrutura de controle das firmas permite o emprego de acordos entre acionistas em vários níveis, entretanto, este estudo pesquisou somente os acordos existentes no nível direto de controle;

- Não é possível afirmar que todos os acordos entre acionistas pesquisados possuem efeitos jurídicos tendo como base somente as informações indicadas no sistema de divulgação externa da CVM (Comissão de Valores Mobiliários).-Citação GORGA – 2009
- A pesquisa se baseou na existência de acordo entre acionistas arquivado na sede da companhia, lucro líquido contábil divulgado como a principal métrica contábil e o preço das ações, não sendo considerada a influência de outros fatores;

A partir da abordagem utilizada por este estudo e das conclusões aqui alcançadas, outras pesquisas poderiam ser realizadas, como:

- Verificar se há alteração na qualidade das informações contábeis divulgadas quando existe um investidor institucional como um dos contraentes;
- Analisar a qualidade das informações contábeis quando considerados os acordos entre acionistas em empresas onde o maior acionista controlador já possui quantidade suficiente para exercer o direito de controle;
- Verificar se os novos percentuais de participação ordinária impactam na qualidade das informações contábeis;
- Verificar se há diferença na qualidade das informações contábeis considerando a quantidade e o tipo de participantes.
- Utilizar outras métricas para avaliar a qualidade dos lucros contábeis.

Estudos que consideram a contabilidade como informação relevante para o mercado de capitais possuem ainda vasto campo de pesquisa. Espera-se que as considerações e os resultados suscitados por esta pesquisa contribuam para o contínuo desenvolvimento da temática proposta.

REFERÊNCIAS

- ALDRIGHI, Dante Mendes; MAZZER NETO, Roberto. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista brasileira de economia**. Rio de Janeiro, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007.
- BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of accounting research**, v. 6, p. 159-178, 1968.
- BAPTISTA, Herivelto. **Estudo dos impactos nos indicadores de companhias classificadas como socialmente responsáveis por fundos e pelo mercado**. 2009. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças. Vitória. 2010.
- BEAVER William H. The information content of annual earnings announcements. **Journal of accounting research**. v.6, p. 67-92, Empirical research in accounting: selected studies, 1968.
- BERTIN, Mauricio Jara; ITURRIAGA, Félix J. López. **Earnings management and contest to the control**: an analyses of European family firms. Munich Personal RePEc Archive. 2008.
- BORTOLON, Patrícia Maria; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. **Determinantes da estrutura piramidal de controle**. In: X Encontro brasileiro de finanças, 2010, São Paulo. São Paulo: FGV/EAESP.
- BOUBAKER, Sabri; SAMI, Hind. Multiple Large Shareholders and Earnings Informativeness. **Review of accounting and finance**. 2011.
- BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm> Acesso em 17 jan. 2012.
- BRUGNI, Thales Vianna. et. al. Influência dos dividendos sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas listadas na BOVESPA. **II Congresso nacional de administração**. Rio de Janeiro. 2011.
- CHRISTIE, A.; ZIMMERMAN, J. Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: corporate control contests. **The accounting review**, v.69, p. 66-539, 1994.
- CRUZ, Pedro Santos. Mecanismos de eficácia dos acordos de acionistas. **PUC-Pontifícia Universidade Católica**. Rio de Janeiro. 2008.
- DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of corporate finance** . v. 7, n. 3, p. 209-233. 2001.

DHALIWAL, Dan; LEE, K.; FARGHER, Neil. The Association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial leverage. **Contemporary accounting research**, v. 8, p. 20-41, 1991.

FAN, J.; WONG, T. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. **Journal of accounting and economics**, n. 33, p.401-425, 2002.

FAVERO, L.P. et al. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FRANCIS, J.; SCHIEPPER, K.; VINCENT, L. Earnings and dividend informativeness when cash flows are separated from voting rights. **Journal of accounting and economics**, n. 39, p. 329-360, 2005.

FREEMAN, Robert. The association between accounting earnings and security returns for large and small firms. **Journal of accounting and economics**, v. 9, p. 195-228, 1987.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GOMES, Armando; NOVAES, Walter. **Sharing of Control versus monitoring as corporate governance mechanisms**. 2006.

GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? evidence from brazil and consequences for emerging countries. 2008. **Working paper series**. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em: 01 ago. 2012.

IUDICIBUS, Sérgio; LOPES, Alexsandro Broedel. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

JENSEN, Michael; MACKLING, William. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of accounting and economics**. v.3, n.4, p. 305-360, Out./1976.

JUNG, Kooyul; KWON, Soo Young. Ownership structure and earnings informativeness: evidence from Korea. **The international journal of accounting**, v. 37, p. 301-325, 2002.

LA PORTA, Rafael; SILANEZ, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **Journal of finance**, v. 54, n. 2, p.471–517. Abril. 1999.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista Administração Contemporânea - RAC**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 1, p. 7-18, jan./abr. 2002.

SARLO NETO, Alfredo; ALMEIDA, José Elias Feres de; RODRIGUES, Adriano. **Concentração de votos e acordo de acionistas:** influências sobre o conservadorismo contábil. In: ANPCONT - Associação Nacional dos Programas de Pós Graduação em Ciências Contábeis, 2010.

_____. **Relação entre estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro.** 2009. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2009.

_____, Alfredo; RODRIGUES, BASSI, Bruno; ALMEIDA, André Abreu de. Um estudo sobre a informatividade dos lucros contábeis na América Latina. **Revista contabilidade e organizações**, São Paulo v.5, n.12 (2011), v. 21,n. 54, p.6-22, 2011.

SHLEIFER, A., VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of finance**, v.52, 1997.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil.** Rio de Janeiro: Mauad, 2005.

SILVA, Thiago M. **O controle societário nas companhias com investimentos de fundos de private equity e venture capital.** 2010. 160 f. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) Escola de Direito de São Paulo. Fundação Getúlio Vargas. São Paulo. 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil.** 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

_____; DIAS JUNIOR, Armando, Lopes; MATAZO, Antoninno Rean; SASSO, de Campos, Rafael. **A antigovernança:** como conflitos de agência entre acionistas podem influenciar no preço das ações. In: I seminário UFPE de ciências contábeis, Pernambuco. Anais. 2007.

TEIXEIRA, Evimael Alves; NOSSA, Valcemiro; FUNCHAL, Bruno. O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. **Revista de contabilidade e finanças – USP.** v. 22, n. 55, p. 29-44, São Paulo. 2011.

THOMSEN, Steen; PEDERSEN, Torben; KVIST, Hans Kurt 2005. Blockholder ownership: effects on firm value in market and control based governance systems. **Journal of corporate finance.** p. 246-269, 2005.

VELURY, Uma; JENKINS, David S. Institutional ownership and the quality of earnings. **Journal of business research**, v. 59, 1043-1051.

WANG, Dechun. Founding family ownership and earnings quality. **Journal of accounting research**, vol. 44, n. 3, junho 2006.

YEO, G.H.H., TAN, P.M.S., HO, K.W., CHEN S. Corporate ownership structure and the informativeness of earnings. **Journal of business finance and accounting**, vol. 29, n. 7-8, p. 1023-1046, 2002.

Zwiebel, J. Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control. **The review of economic studies**. 161-185, 1995.